

EUROPÄISIERUNG DER IMMOBILIENKAPITALMÄRKTE

Kompendium der DVFA Kommission Immobilien und der
IREBS International Real Estate Business School

Herausgeber: DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V.,
www.dvfa.de und die
IRE|BS International Real Estate Business School, Universität Regensburg,
www.irebs.de.

**Hauptverantwortlicher Herausgeber und
Leiter DVFA Kommission Immobilien: Prof. Dr. Sven Bienert *MRICS REV***

Die Autoren sind die Mitglieder der DVFA Kommission Immobilien:

Wolfram Bartuschka, Ebner Stolz

Michael Beck, Bankhaus Ellwanger & Geiger KG

Dr. Thomas Beyerle, Catella Property Valuation GmbH

Prof. Dr. Sven Bienert MRICS REV, **IRE**|BS, Universität Regensburg

Dr. Wilhelm Breuer, Dr. Breuer Capital Market Advisory

Burkhard Dallosch, Deka Immobilien GmbH

Alexander Dexne, MBA, Alstria office REIT-AG

Teresa Dreo, HypoVereinsbank Member of UniCredit

Gregor Enzenhofer, Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Ralf Frank, DVFA

Christoph Geißler, Wealth Management Capital Holding GmbH

Thomas Gütle, US Treuhand Verwaltungsgesellschaft für
US-Immobilienfonds mbH

Patrick Hanßmann, Union Investment Real Estate GmbH

Dr. Sven Helmer CIIA CEFA, LAGRANGE Financial Advisory GmbH

Herrmann Horster MRICS, BNP Paribas Real Estate Consult GmbH

Dr. Georg Kandera, Bankhaus Lampe KG

Benjamin Klisa, Deka Immobilien GmbH

Gerhard Lehner, Savills Investment Management (Germany) GmbH

Gunther Liermann, KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Dietmar Meister FRICS, Ernst & Young Real Estate GmbH

Michael Müller, Deloitte & Touche GmbH

Prof. Dr. Daniel Piazzolo FRICS, THM Technische Hochschule Mittelhessen

Dr. Hans Reckers, Greenberg Traurig Germany LLP

Clemens Schäfer, RREEF Spezial Invest GmbH

Dr. Christian Schede, Greenberg Traurig Germany LLP

Ralph Scheer, Drees & Sommer GmbH

Andreas Segal, BUWOG AG

Dr. Christoph Stadlhuber, SIGNA Prime Selection AG

Marcus Stahlhacke CFA, FRM, Allianz Global Investors GmbH

Dr. Herwig Teufelsdorfer, BUWOG Bauen und Wohnen Gesellschaft mbH

Prof. Dr. Matthias Thomas, INREV

Timo Tschammler, MRICS MSc, Jones Lang LaSalle GmbH

Dr. Hans Volkert Volckens, CA Immobilien Anlagen AG

Prof. Dr. Justus Vollrath, Portfolio-Management-Beratung

Brigitte Walter, Real I.S. AG Gesellschaft für Immobilien Assetmanagement

Dr. Thomas Wiegelmann FRICS, Blue Asset Management GmbH

Thomas Zinnöcker, ista International GmbH

Neben den Mitgliedern der DVFA Kommission Immobilien haben an der vorliegenden Veröffentlichung folgende weitere Autoren mitgewirkt:

Sebastian Schnejdor, **IRE**|BS, Universität Regensburg

Christian Ott, **IRE**|BS, Universität Regensburg

ISSN 2197-7720

Copyright

© DVFA e.V. 2017 und **IRE**|BS International Real Estate Business School 2017,
alle Rechte vorbehalten

Verantwortlich für den Inhalt dieses Bandes zum Thema „Europäisierung der Immobilienkapitalmärkte“: Prof. Dr. Sven Bienert MRICS REV, Vorsitzender DVFA Kommission Immobilien und Geschäftsführer der IRE|BS International Real Estate Business School sowie Ralf Frank, Geschäftsführer und Generalsekretär DVFA e.V. sowie alle Mitglieder der DVFA Kommission Immobilien.

Im Rahmen der Realisierung der Printversion danken wir der HypoVereinsbank für die finanzielle Unterstützung.



RECHTLICHE HINWEISE

ZUGANG

Die Publikation von und der Zugang zu Informationen in dieser Studie kann durch lokale Vorschriften in gewissen Ländern eingeschränkt sein. Diese Studie richtet sich ausdrücklich nicht an Personen in Staaten, in denen (aufgrund der Staatsangehörigkeit bzw. des Wohnsitzes der jeweiligen Person oder aus anderen Gründen) entsprechende Einschränkungen gelten. Insbesondere richtet sich die Studie nicht an Bürger der USA sowie an Personen, die in den USA oder in einem ihrer Territorien, Besitzungen oder sonstigen Gebieten, die der Gerichtshoheit der USA unterstehen, wohnhaft sind oder dort ihren gewöhnlichen Aufenthalt haben. Personen, für welche entsprechende Beschränkungen gelten, dürfen nicht, weder online noch in anderer Form, auf diese Studie zugreifen.

KEIN ANGEBOT

Der Inhalt dieser Studie dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Werbung, kein Angebot und keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Tätigen irgendwelcher Anlagegeschäfte oder sonstiger Transaktionen dar. Diese Studie (einschließlich der darin enthaltenen Informationen und Meinungen) stellt keine Anlageberatung dar und sollte nicht als solche aufgefasst werden. Potentielle Investoren sind gehalten, spezifische Beratung einzuholen und Anlageentscheide gestützt auf ihre individuellen Anlageziele sowie ihre finanziellen und steuerlichen Gegebenheiten zu treffen.

HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Die Autoren sind darum bemüht, dass diese in dieser Studie enthaltenen Informationen zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung richtig und vollständig sind und aus zuverlässigen Quellen stammen. Die Autoren lehnen jedoch jegliche Verantwortung für die Genauigkeit, Zuverlässigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der hierin wiedergegebenen Informationen und Meinungen ab. Die Autoren lehnen ausdrücklich jegliche Haftung für Verluste oder Schäden ab, die sich aus der Nutzung dieser Studie oder dem Vertrauen in die darin enthaltenen Informationen ergeben könnten, einschließlich Gewinnausfälle oder anderer direkter und indirekter Schäden.

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	ii
Abbildungsverzeichnis	iv
Tabellenverzeichnis	v
1. Einleitende Bemerkungen und Themenstellung	- 4 -
2. Freier Kapitalverkehr in Europa: Einige Beobachtungen	- 9 -
2.1 Einleitung	- 9 -
2.2 Die Entwicklung des europäischen Kapitalmarktes	- 10 -
2.3 Kennziffern zur Kapitalmarktintegration.....	- 14 -
2.3.1 Vorbemerkungen	- 14 -
2.3.2 Integration von Zinsmärkten	- 14 -
2.3.3 Weitere Sektoren	- 18 -
2.4 Fazit	- 21 -
3. Deutschland: Exporteuropameister – auch beim (Immobilien-) Kapital! Eine Auswertung der Kapitalmarktstatistiken	- 22 -
3.1 Deutschlands Exportleistung führt zu deutlichem Leistungsbilanzplus.....	- 22 -
3.2 Deutliches Leistungsbilanzplus = Deutliches Kapitalbilanzplus.....	- 24 -
3.3 Entwicklung des Vermögens der deutschen Immobilienfonds.....	- 25 -
3.4 Auslandsvermögen der deutschen Immobilienfonds.....	- 29 -
3.5 Europäischer Vergleich der Kapitalströme.....	- 30 -
3.6 Europäischer Vergleich des Auslandsvermögensstatus.....	- 31 -
3.7 Auch weiterhin: Deutsches Kapital befeuert europäische Immobilienmärkte.-	- 34 -
4. Immobilien-Investmentmärkte im Spannungsfeld zwischen Anlagedruck, zunehmender Vorsicht und „Krisensorgen“	- 36 -
4.1 Einleitende Bemerkungen.....	- 36 -
4.2 Entwicklung internationaler Immobilien Transaktionsvolumina	- 39 -
4.3 Aktuelle Trends und Bedeutung der Markttransparenz	- 47 -
4.4 Die Zukunft der Immobilien-Transparenz	- 49 -
4.5 Marktsituation in Deutschland in 2017	- 50 -
4.6 Erinnerungen an 2007/2008 – droht ein ähnlicher Absturz?	- 55 -
4.7 Fokus Cross-Border: Ist Deutschland schon international?	- 58 -
4.8 Exkurs: Was machen chinesische Investoren?	- 59 -
4.9 Bedeutung lokaler Investment und Asset Management Partner im Kontext globaler cross-border Investitionen	- 61 -
5. Vom Leben mit Risiko – Risikoanalyse europäischer Gewerbeimmobilieninvestments bis 2020.....	- 64 -

5.1 Risiko – zunächst eine Wahrnehmungsperspektive	64 -
5.2 Ergeben viele kleine Risiken ein Großes?	64 -
5.3 Risikomaße – Normalverteilungsmaße als Norm	65 -
5.4 Gewählte Verteilungsfunktion beeinflusst Risikokennzahl	66 -
5.5 Fazit – vom Leben mit Risiko	70 -
6. Der globale und europäische REIT-Markt	72 -
6.1 REITs – eine globale Investmentform mit Zukunft	72 -
6.2 Der europäische börsennotierte Immobiliensektor im globalen Kontext	76 -
7. Neues Anlagevehikel in Luxemburg – der Reserved Alternative Investment Fund	80 -
7.1 RAIF: Allgemeiner Überblick	80 -
7.2 Besteuerung des Reserved Alternative Investment Fund	82 -
7.3 Vorteile des RAIFs	83 -
8. Grenzüberschreitende Investments: Ein Ausblick über die nächsten fünf Jahre ...	84 -
8.1 Marktakteure zunehmend uneins über weitere Entwicklung	84 -
8.2 Internationale Marktzyklen im Vergleich: 2007 vs. 2017	84 -
8.3 Aktuelle Anlagestrategien für europäische Investoren – Core-Strategien wieder im Fokus	88 -
8.4 Aktuelle Prognose: Europäische Immobilienmärkte 2017-2021F	90 -
8.5 Auslandsinvestitionen: Märkte und Sektoren neu im Fokus	96 -
9. Literaturverzeichnis	101 -

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Anteil grenzüberschreitend getätigter Immobilien Direktinvestitionen	- 5 -
Abbildung 2: Relative Bedeutung deutscher Immobilieninvestoren.....	- 7 -
Abbildung 3: Aktivste Käufergruppen in Deutschland (letzte 2 Jahre)	- 8 -
Abbildung 4: 3-Monats-Interbankrate	- 15 -
Abbildung 5: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen.....	- 17 -
Abbildung 6: Entwicklung grenzüberschreitender M&A-Transaktionen in der EU.....	- 18 -
Abbildung 7: Anteil internationaler M&A-Transaktionen in der Europäischen Union	- 19 -
Abbildung 8: Transaktionsvolumen Gewerbeimmobilien Europa nach Kapitalherkunft	- 20 -
Abbildung 9: Die 10 größten Exportländer.....	- 23 -
Abbildung 10: Ziel der Auslandsinvestitionen der deutschen Immobilienfonds 2016	- 29 -
Abbildung 11: Positive Zahlungsbilanz von EU Ländern relativ zum BIP, 2016	- 30 -
Abbildung 12: Negative Zahlungsbilanz von EU-Ländern relativ zum BIP, 2016	- 31 -
Abbildung 13: Veränderung der politischen Rahmenbedingungen	- 36 -
Abbildung 14: Wachstum Transaktionsvolumen nach Assetklassen in Deutschland	- 38 -
Abbildung 15: Mieten und Renditen treiben Kapitalwertwachstum.....	- 40 -
Abbildung 16: Global Direct Commercial Real Estate Investments (2006-2017)	- 43 -
Abbildung 17: ABBA-Strategie - Investition in andere Städte.....	- 45 -
Abbildung 18: Direktinvestitionen in gewerbliche Immobilien in ausgewählten Städten	- 47 -
Abbildung 19: Zinsen auf weiterhin sehr niedrigem Niveau	- 51 -
Abbildung 20: Prime Office Yields, 2007-2016	- 53 -
Abbildung 21: Total Return für europäische Gewerbeimmobilieninvestments.....	- 67 -
Abbildung 22: Empirische Verteilungen europäischer Gewerbeimmobilieninvestments.....	- 68 -
Abbildung 23: Theoretisches Konzept von Excess und Value at Risk (VaR).....	- 69 -
Abbildung 24: Value at Risk (VaR) auf Basis der "best-fitted-estimation" für 28 Standorte	- 70 -
Abbildung 25: Gesamtrenditen von Value-Add vs. Core-Strategien in Europa.....	- 89 -
Abbildung 26: Prognostizierte Gesamtrenditen nach Region (Europa), 2016-2020	- 94 -
Abbildung 27: Haus- und Mietpreisindex im Vergleich (Q2/2016;2010=100).....	- 96 -
Abbildung 28: Gesamtrenditen p.a. (Brutto) nach Region, 1990-2020F.....	- 99 -

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Deutsche Zahlungsbilanz 2016	- 24 -
Tabelle 2: Fondsvermögen offener deutscher Immobilienfonds: Nach Mittelanlage	- 26 -
Tabelle 3: Sachvermögen offener deutscher Immobilienfonds nach Ländern	- 28 -
Tabelle 4: Auslandsvermögensstatus der EU-Länder nach Ländern	- 32 -
Tabelle 5: DIMAX Jahresrenditenvergleich 2011-2016	- 75 -
Tabelle 6: Marktzyklen in Europa im Vergleich	- 85 -
Tabelle 7: Investmentempfehlung nach Land/Sektor über die nächsten 5 Jahre	- 91 -

1. Einleitende Bemerkungen und Themenstellung

Prof. Dr. Sven Bienert MRICS REV, **IRE**|BS, Universität Regensburg

Liebe Leserinnen und Leser,

die Herausforderungen der Europäischen Union (EU) und insbesondere der Währungsunion könnten kaum größer sein als im aktuellen Umfeld. Flüchtlingskrise, Schuldenkrise, Brexit und Rechtspopulisten stellen die Errungenschaften bzw. Vorteile des gemeinsamen Wirtschaftsraums in Frage. Hinzu kommen noch Krisenherde am Rande bzw. destabilisierende Einflüsse wie die Entwicklungen im potenziellen Beitrittsland Türkei, der Syrienkonflikt sowie exemplarisch die doch sehr spezielle Sichtweise von Trump und Putin auf Europa. Nachvollziehbar, dass viele Menschen in dieser Gemengelage verunsichert sind, nach Orientierung suchen und bestehende Strukturen für sehr unterschiedliche Probleme unter Generalverdacht stellen.

Viele Bürger Europas reduzieren die Arbeit der Europäischen Kommission auf vergleichsweise kleinliche Standardisierungsakte, dabei ist Europa weit mehr als die Vereinheitlichung von Bananenkrümmungen, das Verausgaben vermeintlich verschwendeter Subventionen oder das Diktat zur „Volksverdämmung“ im Bereich der energetischen Anforderungen des Neubaus. Europa ermöglicht es uns und insbesondere unseren Kindern, sich in einer demokratischen Gemeinschaft aus 28 Nationen ohne jegliche Grenzen bewegen zu können. EuropäerInnen leben auch durch diese Personenfreizügigkeit kulturelle Vielfalt und können so eine Wertegemeinschaft – auch jenseits der Europäischen Charta der Grundrechte – schaffen. Alle UnionsbürgerInnen haben die Möglichkeit innerhalb der EU frei zu reisen, sich nach Belieben einen Wohnort zu suchen oder Waren sowie Dienstleistungen mit einer einheitlichen Währung – innerhalb der EWU – zu erwerben. Politische Beteiligung, Gleichberechtigung und die Wahl eines Studien- und Arbeitsplatzes stehen uns allen in der Gemeinschaft offen. Insbesondere diese vier Freiheiten (Freiheit des Personen-, Waren-, Dienstleistungs- und Kapitalverkehrs) nehmen wir vermutlich schon zu sehr als gegeben und „normal“ hin, ohne diese zentralen Vorteile der EU gebührend zu würdigen. Wichtiger noch erscheint die Tatsache, dass die EU es uns ermöglicht hat 70 Jahre ohne Krieg in Westeuropa zu leben. Auch dies ist letztlich eine Herkulesleistung! Diese Dinge zu verlieren wäre wohl der größte Rückschritt, den wir als Vermächtnis unseren Kindern bieten könnten.

Europa ist damit aber nicht nur eine moralische und humanitäre Wertegemeinschaft, sondern durch den Wegfall von (Handels-) Schranken auch zugleich wirtschaftlicher Motor des gemeinsamen Binnenmarktes. Diese Publikation beleuchtet in mehreren Beiträgen den Status der „Europäisierung des Immobilienmarktes“ und reduziert somit ganz bewusst den Fokus der Betrachtung rein auf die

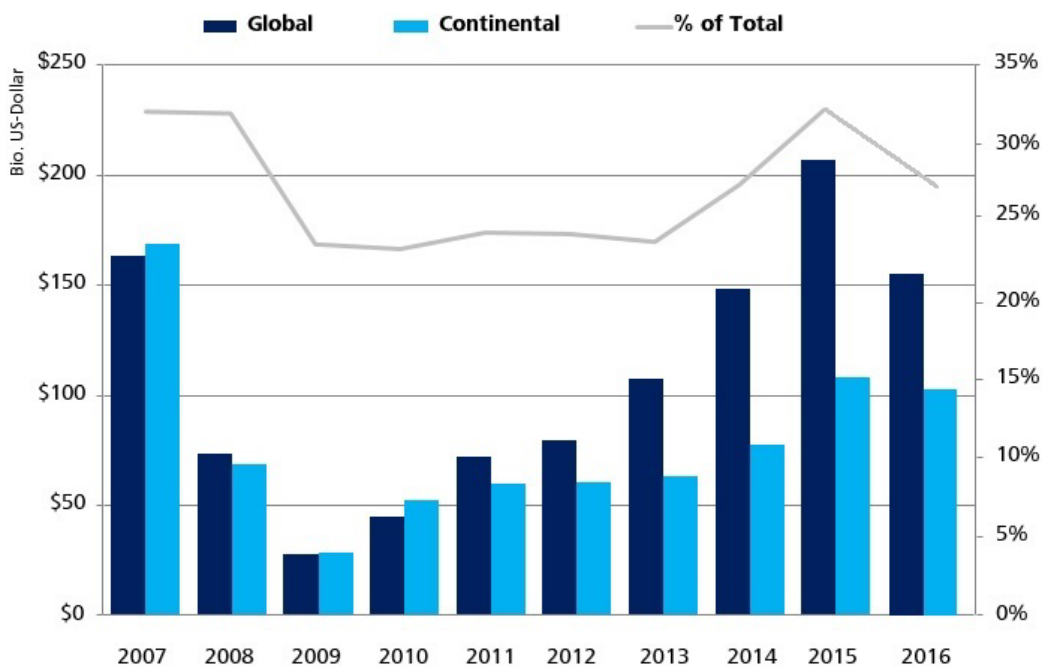
Vor- und ggf. Nachteile für eine spezifische Branche. Das Ergebnis ist eindeutig: Die Immobilienwirtschaft profitiert stark von einem Europa ohne Grenzen.

Die zunehmende grenzüberschreitende Verflechtung von Akteuren sowie Aktivitäten sind in der Immobilienbranche unverkennbar und letztlich ein fortwährender Prozess. Dies gilt für alle Facetten unserer Branche:

- Nutzermärkte,
- Finanzierung und Kapitalherkunft,
- Die bestmögliche Qualifizierung der Mitarbeiter und
- Schließlich und endlich die Investitionsmöglichkeiten selbst.

Folgende Abbildung (vgl. Abbildung 1) illustriert den Stand grenzüberschreitender Direktinvestitionen. Ca. 1/3 aller institutionellen Immobilienanlagen werden von grenzüberschreitenden Marktteilnehmern initiiert.

Abbildung 1: Anteil grenzüberschreitend getätigter Immobilien Direktinvestitionen



Quelle: Real Capital Analytics, März 2017.

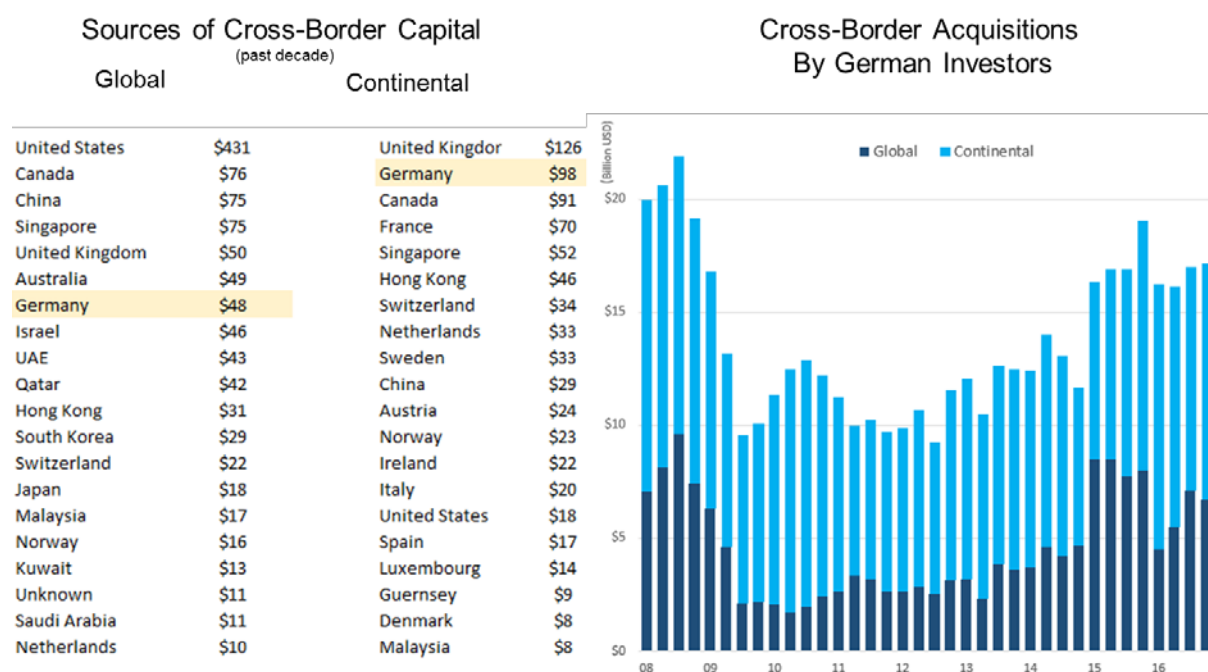
Die Internationalisierung immobilienwirtschaftlicher Tätigkeiten ermöglicht es, durch gezielte Diversifikation Risikopotenziale zu glätten und damit die Performance der eigenen Veranlagung zu verbessern. Auch im Binnenmarkt sind dabei weiterhin divergierende Immobilienzyklen festzustellen, die aktiv genutzt werden können. Die Notwendigkeit, internationale Streuung aktiv zu betreiben, nimmt durch den relativen Bedeutungsgewinn und eine höhere Immobilienallokation

der großen Multi-Asset-Portfolios stetig zu. Aus nationaler Sicht kommt ein gewichtiges Argument für das „going-abroad“ hinzu: Die deutschen Handelsbilanzüberschüsse bedingen hohe Kapitalexporte. Mit über 1,5 Bio. Euro Auslandsvermögen ist Deutschland mit großem Abstand auch Kapitalexportmeister in der EU - wobei ein Großteil davon die europäischen Immobilienmärkte befeuert. Wachstumsgrenzen an Heimatmärkten und ggf. attraktivere Wachstumsaussichten in anderen Regionen sind somit weitere zentrale Triebfedern für eine internationale Erweiterung des Anlagespektrums.

Reduzierte Transaktionskosten und der Wegfall von Währungsrisiken sowie eine höhere Liquidität sind darüber hinaus Vorzüge, die die Immobilienwirtschaft für sich nutzen konnte. Auch hat der rege Austausch mit anderen Märkten die Professionalisierung unserer Branche und den allgemeinen Wettbewerb in den letzten 15 Jahren massiv unterstützt. Nicht zuletzt die Markttransparenz und die Datenverfügbarkeit konnte hierdurch gezielt gesteigert werden, was wiederum exemplarisch Fortschritte im Optimierungskalkül nach sich zog. Vereinfachende Überlegungen wie bspw. nur eine historische „Vola“ der Renditen als Kompass zur Allokation gehören im Rahmen der Steuerung schon lange der Vergangenheit an.

Ein Blick auf die Intensität der internationalen Verflechtung von Immobilienmärkten unterstreicht die Feststellung der hohen Relevanz globaler Märkte aus deutscher Sicht eindrucksvoll. In Europa stehen deutsche Kapitalquellen zur Finanzierung von Immobilieninvestitionen an zweiter Stelle nach UK und auf globaler Ebene immerhin auf Rang 7 (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 2: Relative Bedeutung deutscher Immobilieninvestoren



Quelle: Real Capital Analytics, März 2017. Europäischer und globaler Kontext.

Auch ein Blick auf die 30 größten Transaktionen in Deutschland der vergangenen zwei Jahre zeichnet ein ähnliches Bild: 50% der Deals fanden mit ausländischer Beteiligung statt. Auch als Ziel für Immobilieninvestitionen ist Deutschland für global aktive Marktteilnehmer sehr attraktiv – im volkswirtschaftlichen Sinne gilt einmal mehr, dass offensichtlich nicht nur eine Seite von der Internationalisierung profitiert (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3: Aktivste Käufergruppen in Deutschland (letzte 2 Jahre)

Company Name	Country	Capital Type	Vol (\$)	# Props
Vonovia SE	Germany	REOC	7,001,911,180	76
Patrizia	Germany	Inv. Mgr.	4,753,374,565	317
Hudson's Bay Company	Canada	Corporate	2,817,466,365	58
DekaBank	Germany	Bank	2,471,390,176	85
Union Investment	Germany	Open-Ended Fund	2,233,225,032	48
Simon Property Group	United States	REIT	2,197,623,567	41
Blackstone	United States	Eq. Fund	2,081,029,401	99
Deutsche Wohnen AG	Germany	REOC	1,898,498,156	15
Art Invest	Germany	Inv. Mgr.	1,548,919,848	36
Arison Group	Israel	Dev/ Own	1,533,638,774	56
Brookfield AM	Canada	REOC	1,401,232,995	15
UniCredit	Italy	Bank	1,399,556,433	23
Deutsche Bank	Germany	Bank	1,284,462,734	24
LEG	Germany	REOC	1,273,226,540	21
publity	Germany	Inv. Mgr.	1,239,460,442	33
China Investment Corp	China	SWF	1,236,613,809	12
Morgan Stanley	United States	Bank	1,236,613,809	12
Quantum Immobilien AG	Germany	Dev/ Own	1,233,198,512	26
IVG Immobilien	Germany	REOC	1,230,360,736	16
RFR Realty	United States	Dev/ Own	1,152,806,029	11
AXA Group	France	Insurance	1,141,455,549	13
Universal-Investment	Germany	Inv. Mgr.	1,102,591,097	186
Adler Real Estate AG	Germany	REOC	1,085,587,729	35
Corestate Capital	Switzerland	Inv. Mgr.	1,021,263,113	97
BNP Paribas	France	Bank	969,499,970	15
Aberdeen	United Kingdom	Inv. Mgr.	942,872,914	23
Warburg-HIH Invest	Germany	Inv. Mgr.	907,871,955	14
PGIM Real Estate	United States	Insurance	904,398,027	23
Zurich Financial	Switzerland	Insurance	889,971,419	8
DIC Group	Germany	REOC	857,428,571	27

Quelle: Real Capital Analytics, März 2017.

Wer glaubt, die einfache Formel „In Krisenzeiten ist es eh besser, nur um den eigenen Kirchturm herum zu investieren“ würde es im nächsten Abschwung richten, der irrt gewaltig. Die deutsche Immobilienbranche ist (und bleibt) international stark verflochten und nutzt die Vorteile der Europäisierung der (Immobilien-)Kapitalmärkte aktiv. Ich wünsche Ihnen viel Freude und ggf. die eine oder andere neue Erkenntnis bei der Lektüre der folgenden Beiträge, die diese Feststellung im Detail beleuchten.



Prof. Dr. Sven Bienert MRICS REV

Leiter DVFA Kommission Immobilien

2. Freier Kapitalverkehr in Europa: Einige Beobachtungen

Burkhard Dallosch, Deko Immobilien Investment GmbH

2.1 Einleitung

Die Kapitalmarktunion ist die neueste Erweiterungsstufe des europäischen Integrationsprozesses im Finanzsektor. Sie wurde unmittelbar nach der Gründung der Bankenunion aufgerufen, die ihrerseits unter dem hohen Druck der Ereignisse im Zuge der Belastungen des europäischen Finanzmarktes nach der Finanzkrise von 2007/08 errichtet wurde. Die Bankenunion fokussierte naturgemäß auf das europäische Bankensystem, mit der Einführung einheitlicher Bankenregeln („single rule book“) sowie eines einheitlichen Überwachungs- und Abwicklungssystems für Kreditinstitute. Die Kapitalmarktunion hat es sich nun zum Ziel gesetzt, mit den Wertpapiermärkten den zweiten großen Finanzierungs kanal neben dem Bankkredit in der Europäischen Union stärker zu integrieren. Die Kapitalmarktunion will damit strukturelle Defizite im Europäischen Finanzsystem durch die Weiterentwicklung gezielter Marktsegmente beseitigen. Gerade für die Immobilienwirtschaft ist der Zugang zu Fremdkapital essentiell zur Umsetzung der Investitionsvorhaben. Das Ziel dieses Beitrages ist es, skizzenhaft zu zeigen, auf welchem Stand der Finanzmarktintegration diese beiden neuen Erweiterungen aufsetzen, um die Dimension der aktuellen Entwicklung aufzuzeigen. Dabei zeigt sich, dass entgegen der politischen Diskussion um die generelle, strategische Ausrichtung der Europäischen Union nach der historischen Austritts-Entscheidung des Vereinigten Königreiches das Tempo der Integration in einzelnen Teilfeldern nach wie vor hoch ist.

Der Grundgedanke einer Integration der Kapitalmärkte aller Mitgliedstaaten war eine folgerichtige Ableitung der ersten Stufen der europäischen Wirtschaftsintegration, des Europäischen Binnenmarktes. Der Binnenmarkt sorgt durch eine Vervielfältigung der Marktgröße gegenüber dem Ausgangszustand in den einzelnen, teilweise sehr kleinen Mitgliedstaaten für eine wesentliche Erweiterung der Arbeitsteilung. Dies erzeugt Wirtschaftswachstum und damit eine Steigerung des Wohlstandes aller Mitgliedstaaten. Die Einführung eines soliden und stabilen europäischen Finanzsystems dient der Ergänzung und damit Festigung des europäischen Binnenmarktes, welcher mit einem Anteil von etwa 25% an der weltweiten Wertschöpfung gegenwärtig der größte der Weltwirtschaft ist.

Die Entwicklung dieser Finanzmarktintegration in der EU ist durch drei Abschnitte gekennzeichnet:

- *der erste Abschnitt* bezeichnet den Beginn der Europäischen Union in der Nachkriegszeit,
- *der zweite Abschnitt* wurde ausgelöst durch die Ölkrise der 70er Jahre und

- *der dritte Abschnitt* schließlich durch die Finanzkrise ab 2007/2008.

In der vorliegenden Ausarbeitung werden diese Meilensteine sowie einige als Reaktion entwickelte Strategien bzw. Richtlinien, Arrangements und Impulse, die zum finanziellen Integrationsprozess der Europäischen Union beigetragen haben, dargestellt. Angesichts der Komplexität der Vorgänge beim Zusammenwachsen von vorher rechtlich, historisch und strukturell getrennten Kapitalmärkten ganzer Volkswirtschaften können hier nur einige wenige Überlegungen und Kenngrößen beispielhaft für wesentliche Segmente des Finanzmarktes dargestellt werden.

2.2 Die Entwicklung des europäischen Kapitalmarktes

Finanzmarktintegration der Nachkriegszeit

Die ersten Gespräche und Maßnahmen für einen *europäischen finanziellen Integrationsprozess* führen bis ins Jahr 1957 zurück, als der „Vertrag von Rom“¹ die Gründung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft einleitete. Diese hatte ein strategisches Hauptziel – die Schaffung eines gemeinsamen Binnenmarktes, d.h. ein Wirtschaftsraum ohne nationale Grenzen für den Austausch von Waren, Dienstleistungen und Kapital bei weitgehender Wanderungs- und Niederlassungsfreiheit der Bürger.

Für den Kapitalmarktbereich wurden die Impulse des Vertrags von der nachfolgenden Integrationspolitik, wie der ersten und zweiten „*Richtlinie zum Kapitalverkehr*“ (Directive on Capital Movement“) 1966 und dem „Werner Report“ von 1970 als Vorstufen einer „*Europäischen Währungsunion*“ (EWU) aufgegriffen. Schon in dieser frühen Phase war es das Ziel, mit der Schaffung einer europäischen Wirtschaftseinheit auch die eine europäische Einheitswährung einzuführen und damit auch die *Geld- und Finanzpolitik eng zu koordinieren*.

Ölkrise als Anlass für tiefgreifende Anpassungen

In dem zweiten Abschnitt nach der Ölkrise in den 80er Jahren führten deren ökonomische und politische Konsequenzen zu der Frage, welche neuen Alternativen zur Beschleunigung des Wirtschaftswachstums in Europa wie z.B. die Beseitigung von nichttarifären Handelshemmnissen und anderen Hindernissen im Bereich von Dienstleistungen und Kapitalverkehr notwendig wären. Die bisherige Strategie, durch die wirtschaftliche Integration auch eine politische Integration voranzubringen, drohte zu erlahmen. Diese Erkenntnis sowie die wirtschaftliche Stagnation in den 80er Jahren gab Anlass für neue politische Initiativen zur bereits eingeleiteten Integration. Dies führte 1985 zur Veröffentlichung des sogenannten „Weißbuch des Europäischen Rates“ mit dem

¹ Vgl. Valiante (2016).

Ziel, den einheitlichen Markt durch Harmonisierung des legislativen Rahmens, des Steuersystems und durch die Belebung der steuerlichen, finanziellen sowie währungsbezogenen Zusammenarbeit zu stärken. Gerade die Idee, mit der Währung ein weiteres Feld der Wirtschaftspolitik zu vergemeinschaften, nahm weiter Fahrt auf. Während es bei der Vertiefung des Binnenmarktes durch die Beseitigung von nichttarifären Handelshemmnissen um eine Fortsetzung der bisherigen Logik einer politischen Integration durch die Integration von Handelsbeziehungen ging, eröffnete die Vergemeinschaftung der Währungspolitik vollkommen neue politische Integrationsfelder. Die gegenseitige Abhängigkeit der Mitglieder einer Währungsunion erfordert eine Souveränitätsteilung auf wesentlich mehr Gebieten als nur der Handelspolitik und der Wirtschaftsgesetzgebung. Diese erstrecken sich von der Bankenregulierung bis hin zu Teilen der Finanzpolitik. Nicht allen Beteiligten an der Errichtung der Europäischen Währungsunion war damals klar, welche Kräfte durch eine politische Integration ausgelöst wurden. Ein weiterer wichtiger Effekt lag in der Vertiefung des gemeinsamen Finanzmarktes im Euroraum, der wiederum eine Ergänzung und Festigung des Binnenmarktes darstellt.

1992 unterzeichneten die Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaften schließlich den Vertrag von Maastricht mit der Absicht, die im Vertrag von Rom beschlossenen Richtlinien auszuweiten und den Weg zur Schaffung einer europäischen Zentralbank (EZB), eines europäischen Zentralbankensystems und der Einführung einer neuen Einheitswährung für den nun Europäische Union genannten Staatenbund zu ebnen.

1994 begann die zweite Phase der EWU. Sie beinhaltete die Errichtung des Europäischen Währungsinstitutes, das die Währungskooperation zwischen den Zentralbanken organisieren und einen neuen Wechselkursmechanismus schaffen sollte. In Verkennung der ökonomischen und finanzwirtschaftlichen Dynamiken innerhalb einer Währungsunion verabschiedete der Europäische Rat den „Stabilitäts- und Wachstumspakt“, der statt einer Fiskalunion lediglich die Koordinierung der Finanzpolitik der Mitgliedstaaten vorsah, bei gleichzeitiger strikter Trennung der öffentlichen Finanzen der Mitgliedstaaten („no bail out“).

Mit der dritten Phase der EWU wurde letztlich der „Euro“ als Einheitswährung im Jahr 1999 eingeführt. Gleichzeitig übernahm die EZB die Zuständigkeit für die gemeinsame Geldpolitik.

1999 wurde ein weiterer Beschluss verabschiedet, der den Prozess der finanziellen Integration vorantreiben sollte. Der *Aktionsplan der Europäischen Kommission für Finanzdienstleistungen* (Financial Services Action Plan, FSAP) war darauf ausgerichtet, einen einheitlichen Markt für Finanzdienstleistungen in ganz Europa zu erschaffen bzw. diesen in bestehenden Teilsegmenten zu harmonisieren.

Als ein Effekt eines gemeinsamen Finanzmarktes ist natürlich der Wegfall von Transaktionskosten durch die Existenz verschiedener Währungen zu nennen. Dies reicht von einem effektiven Zahlungsverkehrssystem² für den Euroraum bis hin zu wegfallenden Tauschaktivitäten zwischen den nationalen Einzelwährungen. Der weit wichtigere Effekt der Einführung einer gemeinsamen Währung besteht jedoch in dem endgültigen Wegfall von Wechselkursrisiken für grenzüberschreitende Transaktionen und Vermögensbeziehungen. Dies ermöglicht es Investoren, Produzenten und Konsumenten noch besser, die Vorteile des gemeinsamen Binnenmarktes zu nutzen.

Aus Immobiliensicht gibt es für grenzüberschreitende Investitionen eine Reihe von Anforderungen, die als Grundbedingungen für eine Integration dieser Märkte gelten können. Am Beispiel des immobilienwirtschaftlichen Risikoindikators der DekaBank, dem Deka Immobilien Real Estate Country Score (DIRECS) lassen sich solche Kriterien ablesen. Der Indikator zeigt makroökonomische Risiken von Gewerbeimmobilieninvestitionen in verschiedenen Ländern an. Hierzu verdichtet er immobilienwirtschaftlich relevante ökonomische und politische Risikoaspekte zu einem einheitlichen Risikomaß. Neben gesamtwirtschaftlichen Leistungsfähigkeitsvariablen wie Bonitäten, Marktgrößen oder Wachstum gehen hier auch Rahmenbedingungen wie Markttransparenz, Sicherheit von Eigentumsrechten, Freiheit von Güter- und Dienstleistungshandel und Ausmaß von Kapitalverkehrsbeschränkungen ein. Solche Rahmenbedingungen sind integrationspolitisch gestaltbar und regelmäßig Gegenstand von Initiativen zur Fortentwicklung des europäischen Binnenmarktes.

Finanzkrise legt Defizite offen

Die Finanzkrise von 2007/2008 und die nachfolgende Staatsschuldenkrise von 2010 hatten in der Europäischen Union tiefgreifende wirtschaftliche, finanzielle, politische und soziale Auswirkungen. Neben dem Versagen industrie-eigener Kontroll- und Managementprozesse deckte der Ausbruch der Finanzkrise auch die Ergänzungsbedürftigkeit von aufsichtsrechtlichen Mechanismen auf. Die Finanzkrise führte über die realwirtschaftlichen Auswirkungen zu enormen Belastungen des europäischen Finanzsystems, die wiederum eine Refragmentierung der Finanzmärkte der Euro-Mitgliedschaften von dem bereits erreichten Ausmaß an Finanzintegration mit sich brachten.

Der aktuelle Abschnitt der europäischen Finanzmarktintegration setzt an diesen im Zuge der Krise aufgedeckten Defiziten an. Er beginnt mit dem „De Larosiere-Bericht“, welcher zum Ziel hat, unter den neuen Aufsichtsanforderungen eine effektive Finanzintegration innerhalb der Mitgliedsstaaten fortzuentwickeln. Diese Phase führte zur Errichtung neuer Institutionen wie z. B. der *europäischen*

² Vgl. EZB-Monatsbericht (April 2004): „Zukünftige Entwicklung des Target-Systems“.

Aufsichtsbehörden (European Supervisory Agencies) und des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (European Systemic Risk Board).

2009 veröffentlichte die „De Larosiere“-Gruppe einen Bericht mit 31 Empfehlungen zur Verbesserung der europäischen Aufsichtsfunktionen, um auf diese Weise die Probleme der jüngsten Vergangenheit künftig effektiver bewältigen zu können bzw. diesen proaktiv begegnen zu können. Dabei unternimmt der Bericht den Versuch, auch die über das Bankensystem hinaus festgestellten Ursachen für die Fehlentwicklungen, also etwa die Rolle von Investmentbanken, Hedgefonds und außerbilanzielle Posten zu erläutern und plädiert letztlich für deren aufsichtsrechtliche Integration. Der „De Larosiere-Bericht“ betont die Notwendigkeit für Transparenz, Aufsicht und Überwachung der Finanzmärkte und insbesondere von Hedgefonds durch Einführung von globalen Informationsanforderungen für alle Fondsmanager hinsichtlich ihrer Strategien. Zusätzlich *empfiehlt die Gruppe die spezifische Definition, Erläuterung und Kodifizierung von Anlageklassen.*

Auch der im Jahr 2009 in Kraft getretene Vertrag von Lissabon bildete die Basis für weitere Vorhaben in der Integration des europäischen Finanzsystems. Hier sind mittelfristige Maßnahmen geplant in Richtung eines besseren Zugangs zu weniger verbreiteten Finanzierungsformen wie z.B. Crowd-Funding, Risikokapital (Venture Capital) oder sehr langfristigen Finanzierungsmöglichkeiten.³

Zusammenfassend bedingte die sukzessive fortschreitende europäische Kapitalmarktunion für immobilienwirtschaftliche grenzüberschreitende Direktinvestitionen massive Vorteile. Diese lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Ausschluss von Währungsrisiken im einheitlichen Währungsraum,
- Vereinfachung der Besteuerung,
- Vereinheitlichung der Regulierung von Anlagestrukturen,
- Erhöhung der Sicherheit des grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs und Reduktion der Transaktionskosten,
- Vereinheitlichung der Kreditvergabestandards in Bezug auf Immobilienkredite und die Behandlung immobilienwirtschaftlicher Sicherheiten.

³ Vgl. Kommission der Europäischen Gemeinschaften, „Grünbuch“; <https://ec.europa.eu/energy/en/publications/green-paper>.

Allerdings bergen Vereinheitlichungen im Zuge der europäischen Integration auch immer die Gefahr, funktionierende und auf die Besonderheiten regionaler Wirtschaftsstrukturen angepasste Instrumente zu vernachlässigen. Im Rahmen der Überlegungen zur europäischen Kapitalmarktunion sollten gerade die stabilen Finanzierungsinstrumente des deutschen Immobiliensektors berücksichtigt werden. Verbesserungen für die Immobilienwirtschaft bei einer Erweiterung des europäischen Rechtsrahmens lassen sich im Bereich der Vereinheitlichung von Beleihungswerten oder einer Weiterentwicklung des neuen Instruments des europäischen langfristigen Investmentfonds (ELTIF) hin zu einer höheren Fremdkapitalquote erreichen.

2.3 Kennziffern zur Kapitalmarktintegration

2.3.1 Vorbemerkungen

Von den vielen Konzepten und Ansätzen zur Abbildung des erreichten Grades an Finanzmarktintegration in der Europäischen Union⁴ seien hier beispielhaft nur einige Beobachtungen zu den Anleihe- und Kreditmärkten, den Aktienmärkten, den Immobilienmärkten und sonstigen Formen grenzüberschreitender Kapitalströme herausgegriffen.

Auch andere – hier jedoch nicht weiter im Detail betrachteten Aspekte – können ebenso als „Gradmesser“ für die Integration herangezogen werden. Das System der Gesetzgebung, der Stand von Corporate Governance-Regeln sowie die Struktur des Steuersystems können exemplarisch ebenso zur Klärung einiger der hier aufgeworfenen Fragestellungen beitragen. Eine Studie der Europäischen Kommission (2001) zum europäischen Steuersystem etwa erläutert, dass es wesentliche Unterschiede zwischen der Steuerstruktur der verschiedenen EU-Mitgliedsstaaten gibt. Die Analyse zeigt, dass die Länder innerhalb des Common-Law-Rechtskreises tendenziell ein stabileres und effizienteres Steuersystem aufweisen, als die Länder im römisch-germanischen Rechtskreis (Civil Law).

2.3.2 Integration von Zinsmärkten

Die wichtigsten Finanzierungssegmente des europäischen Kapitalmarktes stellen die Zinsmärkte dar, also Finanzierungen über die Geld-, Kredit- und Anleihemärkte. Damit wird deutlich, dass Finanzmarktintegration in Europa zuerst eine Integration der Bankenmärkte und erst in zweiter Linie die Integration der Wertpapiermärkte bedeutet. *Adam et al.*⁵ greifen in ihren Überlegungen zur

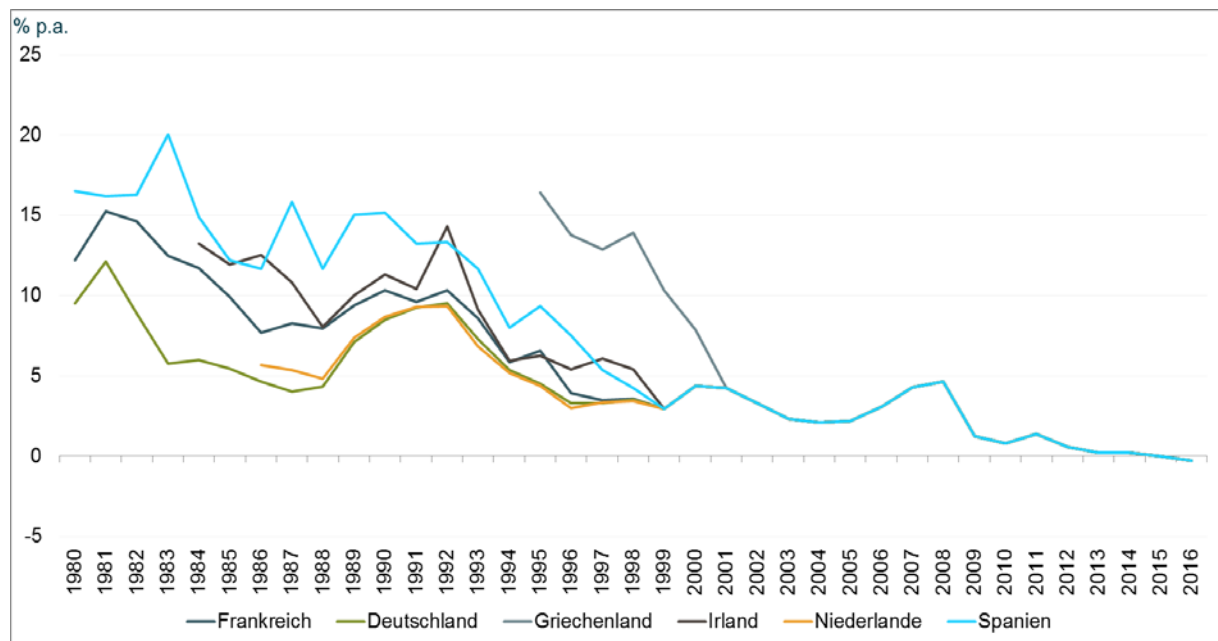
⁴ Vgl. etwa Gros, D. und K. Lannoo (1998); vgl. Adam et al. (2002).

⁵ Vgl. Adam et al. (2002).

Konvergenz auf den Zinsmärkten in Europa auf das sogenannte σ -Konvergenzmaß zurück. Hier stellt die Zinsdifferenz für dasselbe Risiko einer jeweiligen Anlageklasse in verschiedenen EU-Mitgliedsländern ein Maß für die Kreditmarktintegration dar. Dieses Maß kann auf verschiedene Instrumente angewendet werden wie z.B. Hypotheken, Schatzbriefe, Konsumenten- oder Unternehmenskredite. Insbesondere bei Staatsanleihen sind die festgestellten Renditeunterschiede ein Indiz für eine besondere Form der Integration, nämlich einer einheitlichen Sicherheit öffentlicher Anleihen. Da die europäische Währungsunion als Währungsunion ohne Fiskalunion gegründet wurde, gibt es keine explizite gemeinsame Haftung aller Gebietskörperschaften. Allerdings gibt es an den Finanzmärkten eine implizite Haftungsvermutung, deren Ausmaß eine Determinante der festgestellten Zinsunterschiede darstellt. In abgeschwächter Form gilt das auch für Bankkredite, da die Solidität des nationalen Banksystems eng mit der Solidität des jeweiligen Staates verknüpft ist.

Wie bei einem einheitlichen Geldmarkt nicht anders zu erwarten, ist hier die Integration am weitesten vorangeschritten. Bis zur Gründung der Währungsunion sind die Geldmarktsätze hin zu einem einheitlichen Interbankensatz konvergiert (vgl. Abbildung 4).

Abbildung 4: 3-Monats-Interbankrate



Quelle: DekaBank.

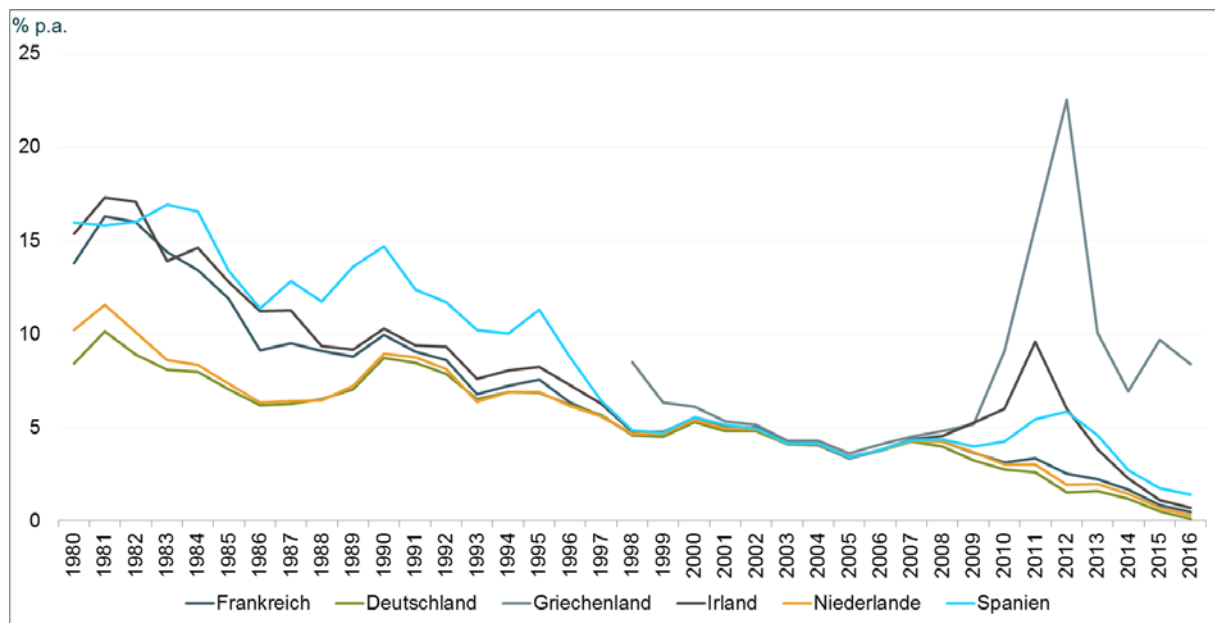
Im Gegensatz dazu zeigen die *Renditen für 10-jährige Staatsanleihen und auch die Unternehmenskreditzinsen* im selben Beobachtungszeitraum eine sehr uneinheitliche Konvergenz (vgl. Abbildung 5). Dies ist unter anderem mit den unterschiedlichen wirtschaftlichen Aussichten der Länder, damit einhergehenden divergierenden Inflationserwartungen⁶ und letztlich unterschiedlichen Länderrisiken zu begründen. All diese Aspekte wirken sich bei den langfristigen Zinssätzen stärker aus. Abbildung 5 illustriert diesen Zusammenhang. Vor 1999 rentieren sich die 10-jährigen Staatsanleihen für Italien, Spanien und Deutschland auf unterschiedlichem Niveau. Der Zinsspread war somit anhaltend hoch und die Umlaufrenditen sehr weit von einer Konvergenz entfernt. Mit der Einführung des Euro begann eine Phase der „Gleichschaltung“ und somit einer Konvergenz dieser drei Länder in Richtung der Zinsen für deutsche Bundesanleihen. Investoren stuften die (Ausfall-)Risiken der Anleihen im Euroraum somit weitgehend gleich ein, was auf eine hohe Integration des Kapitalmarktes hindeutet. Die Finanzkrise bewirkte ab 2007 wieder ein Auseinanderdriften dieser Märkte. Auch wenn die massive Intervention der EZB und andere Maßnahmen die Stabilität wieder (teilweise) erhöhen konnten, so ist doch bis ins Jahr 2017 deutlich sichtbar, dass sich die Risikoaufschläge der Länder signifikant unterscheiden.

Diese Entwicklung ist im Segment der Unternehmenskredite nicht so eindeutig festzustellen.⁷ Obwohl die Kapitalmarktrenditen durch die Europäische Währungsunion eine starke Konvergenz erfahren haben, hielten sich die Zinsunterschiede bei Bankkrediten auf einem höheren Niveau. Dabei lagen etwa die Bankkreditzinsen in Deutschland seit Beginn der Währungsunion eher über dem europäischen Durchschnitt. Trotz einer schwierigen Vergleichsbasis aufgrund der vor der Währungsunion unterschiedlichen statistischen Methodik der europäischen Länder liegen hier wohl tatsächliche hartnäckige Unterschiede vor, die durch die Integration des europäischen Kapitalmarktes nicht nivelliert werden konnten. Ursachen für die dauerhaft bestehenbleibenden Zinsunterschiede können unterschiedliche Refinanzierungsstrukturen der Banken, Unterschiede im Wettbewerbsumfeld oder auch in den Organisations- und Produktionsstrukturen der europäischen Bankensektoren sein. Auch verschiedene regionale Konjunkturverläufe mit unterschiedlichen Risiken bei der Kreditvergabe können hier eine Rolle spielen. Diese Unterschiede werden wohl erst auf einer weiteren Stufe der europäischen Kapitalmarktintegration vermindert werden, nämlich nach der Herausbildung eines integrierten Bankensektors mit europaweit agierenden Kreditinstituten.

⁶ Vgl. Adam et al. (2002).

⁷ Vgl. Kreditanstalt für Wiederaufbau (2006).

Abbildung 5: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: DekaBank.

Die Schlussfolgerung aus diesen Beobachtungen ist, dass nach Einführung des Euro ab 1999 die Zinsmärkte allgemein deutlich konvergierten. Die Sigma-Konvergenz (der Konvergenzgrad im Zinsmarkt) ist generell in allen EU-Mitgliedsstaaten nach 1999 durchgehend höher als vorher. Diese Ergebnisse zeigen ferner, dass die Finanzintegration der kurzfristigen Finanzprodukte rascher voranging als dies bei den langfristigen Finanzierungsformen der Fall war. Auch wird deutlich, dass ab 2007 die Länderrisiken sich besonders deutlich auf das Zinsniveau am langen Ende auswirkten und zu einem Auseinanderdriften beitrugen.

Da für Immobilieninvestitionen gerade langfristige Kreditverhältnisse eine grundlegende Rolle spielen, ist der Grad der Konvergenz bei der langfristigen Finanzierung eine wichtige Bedingung für die Konvergenz der europäischen Immobilienmärkte. Allerdings spielen in der europäischen Immobilienwirtschaft alternative Finanzierungen auf „fixed income basis“ nach dem Rückzug einer Reihe von Banken aus der Immobilienfinanzierung im Gefolge der Finanzkrise eine immer größere Rolle.⁸ Der Markteintritt von institutionellen Investoren als Reaktion auf die extreme Niedrigzinsphase erhöht auch in der Immobilienfinanzierung die Bedeutung der Wertpapiermärkte und verstärkt damit die Weiterentwicklung der europäischen Kapitalmarktintegration durch die Kapitalmarktunion.

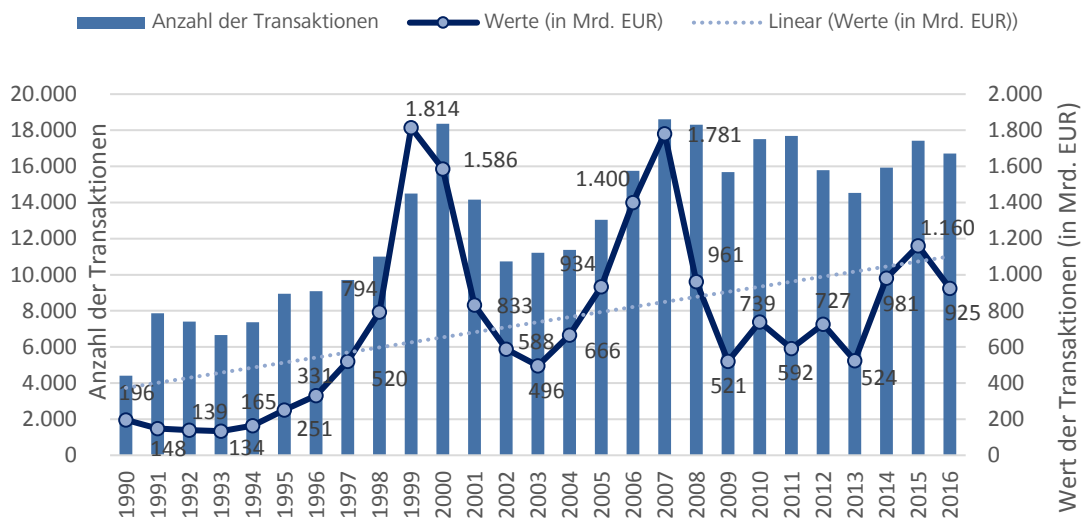
⁸ Vgl. Scope special report (2015).

2.3.3 Weitere Sektoren

Es existiert eine Fülle von Beobachtungen zur Integration der europäischen Aktienmärkte.⁹ Sowohl Ansätze über eine Vereinheitlichung von Anlegerverhalten als auch über Korrelation von Aktien- und Kreditmarkttrenditen oder modellbasierte Studien kommen jedoch zu dem Ergebnis, dass hier die Integration, was die *Angleichung von Rendite-/Risikoverhältnissen* angeht, *noch nicht besonders ausgeprägt* ist. Auch hier ist die Konvergenzgeschwindigkeit langsam.

Eklektisch können in diesem Kontext weitere Kapitalmarktsegmente betrachtet werden wie etwa die Aktivitäten im Bereich Fusionen und Übernahmen („M&A“). Eine fortschreitende Integration der europäischen Güter-, Kapital- und Dienstleistungsmärkte könnte sich in einer *Steigerung der grenzüberschreitenden Übernahmeaktivität* niederschlagen. Dies ist bedingt der Fall. Die Anzahl der M&A-Transaktionen hat sich *zwischen 1990 und 2000 signifikant erhöht* und erreichte ihren Höhepunkt im Jahr 2000 (vgl. Abbildung 6). Nach 2000 *scheint die Anzahl jedoch eher von anderen Einflüssen als den politischen Rahmenbedingungen in Europa charakterisiert* zu sein. 2008 gab es etwa im Zuge der Finanzkrise einen starken Rückgang bei dem Transaktionsvolumen, während die Anzahl seitdem weitgehend stabil ist. Damit geben auch die M&A-Aktivitäten insgesamt kein eindeutiges Bild über den Grad der finanziellen Integration in den EU-Ländern.

Abbildung 6: Entwicklung grenzüberschreitender M&A-Transaktionen in der EU

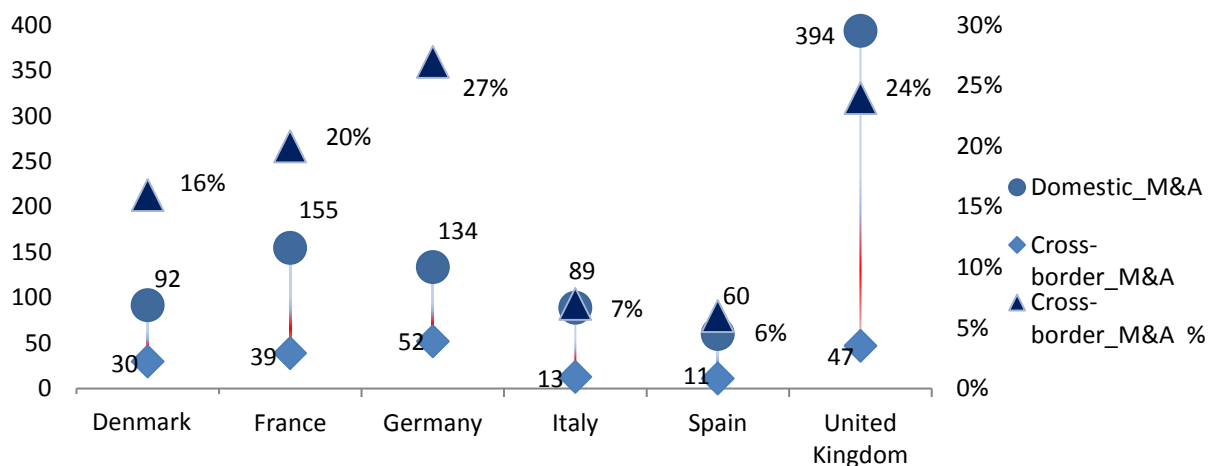


Quelle: Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances, M&A Statistics.

⁹ Vgl. Adam et al. (2002); Hardouvelis, Malliaropoulos und Priestley (1999); Stulz (1999), Harvey (1999), Sentana (2000), Chen und Knez (1995), Ayusi und Blanco (1999), Sentana (1999).

Abbildung 7 unterscheidet für den Zeitraum von 2001 bis 2007 inländische gegenüber grenzüberschreitenden M&A-Transaktionen. Ablesbar ist ein moderates grenzüberschreitendes Niveau von etwa 25% aller Zusammenschlüsse. Aus einer Untersuchung von Campa und Moschieri¹⁰ für den integrationspolitisch besonders günstigen Zeitraum vor der Finanzkrise geht hervor, dass sich diese Anteile im Verlauf der bisherigen wirtschaftlichen Integration in der Europäischen Union nicht erhöht haben.

Abbildung 7: Anteil internationaler M&A-Transaktionen in der Europäischen Union



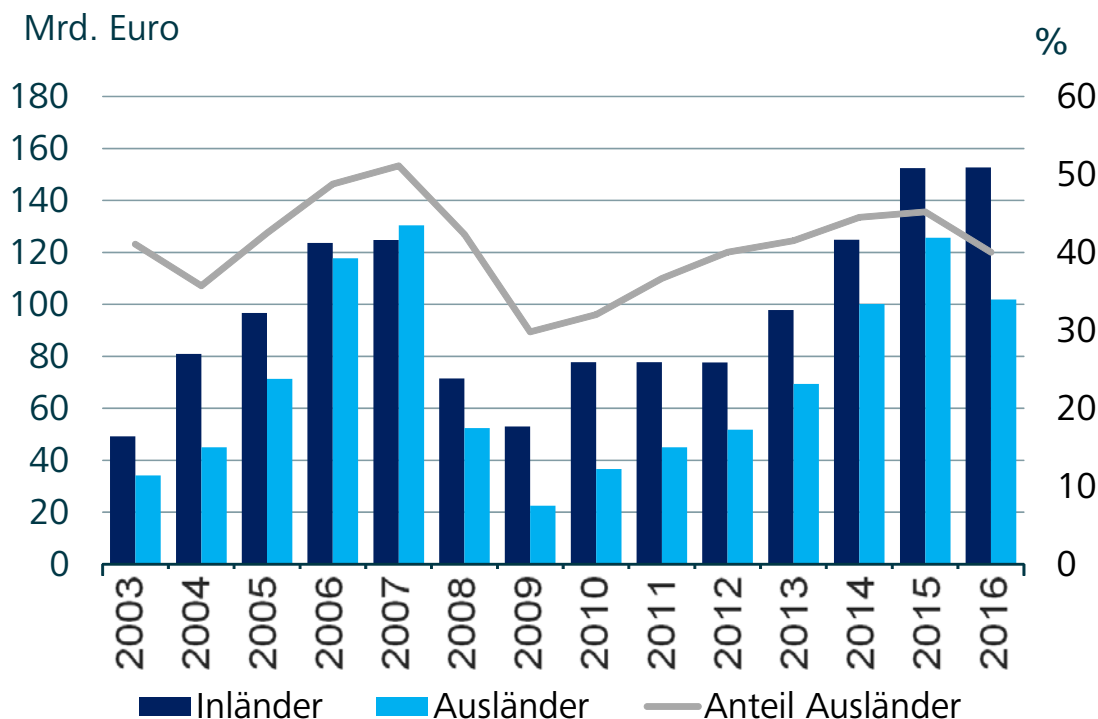
Quelle: Autorunterstützung bei Erstellung der Grafik: Jose M.Campa, Caterina Moschieri (2008), The European M&A Industry: Trends, Patterns and Shortcomings, IESE-University of Navarra.

Bezeichnend für den Stand der Kapitalmarktintegration in Europa könnte auch sein, dass die M&A-Transaktionen in der Banken-, Versicherungs- und Wertpapierbranche überwiegend innerhalb der einzelnen Länder und nicht grenzüberschreitend stattfinden.

Auch bei den grenzüberschreitenden Investitionen in Gewerbeimmobilien in Europa ergeben sich in den vergangenen 15 Jahren keine Indizien für eine generelle Verstärkung. Zwischen 2003 und 2016 betrug der *grenzüberschreitende Anteil von Investitionen in Gewerbeimmobilien in Europa durchschnittlich 41%* (vgl. Abbildung 8).

¹⁰ Vgl. Campa, Moschieri (2008).

Abbildung 8: Transaktionsvolumen Gewerbeimmobilien Europa nach Kapitalherkunft



Quelle: CBRE, DekaBank.

Höhere Werte wurden in der Boomphase 2006/2007 sowie im Niedrigzinsumfeld seit 2013 erreicht, deutlich darunter lag der Anteil 2009/2010 als Folge der Finanzkrise. In den einzelnen Ländern fielen die Schwankungen größer aus. So entfielen in Deutschland 2006/2007 knapp drei Viertel des Transaktionsvolumens auf ausländische Investoren, während es 2009 nur noch 13% waren. In den vergangenen drei Jahren lag der Anteil bei durchschnittlich 45%. In Frankreich betrug der grenzüberschreitende Anteil bei Immobilieninvestitionen ausländischer Investoren zwischen 2003 und 2007 durchschnittlich zwei Drittel, nach der Finanzkrise reduzierte er sich auf durchschnittlich 40% pro Jahr ohne größere Schwankungen. In UK, einem traditionell international ausgerichteten Markt, gab es bis 2011 kaum größere Schwankungen, der Anteil grenzüberschreitender Transaktionen belief sich im Durchschnitt auf 33% pro Jahr. Erst nach der Euro-Schuldenkrise stieg er auf durchschnittlich 44%. Die Wirkung der europäischen wirtschaftlichen Integration auf die Immobilienmärkte ist vor allem deswegen sehr schwierig greifbar, weil für den Zeitraum vor der Gründung der Währungsunion kaum ausreichendes Datenmaterial zu diesem Marktsegment vorhanden ist.

Eine bestimmte Art von Konvergenz lässt sich allerdings bei Rahmenbedingungen für Immobilienmärkte feststellen. Der *Transparenz-Index von JLL*, der als Komponente auch im DIRECS verwendet wird, zeigt zu Beginn der 2000er Jahre eine deutliche Verbesserung gerade der südeuropäischen Staaten wie z.B. Italien und Portugal. 2001 wurde beiden Ländern noch eine niedrige Transparenz (Klasse 4 von 5) bescheinigt. Seit 2006 werden sie der zweitbesten Klasse

zugeordnet und liegen aktuell (Transparenz-Index von 2016) nur eine Kategorie unter Kernländern wie Deutschland, Frankreich und den Niederlanden und gleichauf mit den skandinavischen Staaten.

2.4 Fazit

Die nun seit Jahrzehnten anhaltende wirtschaftliche Integration in den Mitgliedsländern der Europäischen Union sowie die noch weitergehende finanzielle Integration in die Teilgruppe der Länder, die die Europäische Währungsunion bilden, führt auch zu einer Integration des europäischen Kapitalmarktes.

Dabei zeigt sich, dass diese *Integration in einzelnen Marktsegmenten sehr unterschiedlich verläuft*. Dort, wo etwa die Errichtung der Währungsunion für einheitliche Märkte gesorgt hat, wie etwa im Geldmarkt, kann eine weitgehende Integration bereits heute festgestellt werden. Aber *in vielen anderen Segmenten ergeben sich noch hohe Hürden bis zur Herstellung eines einheitlichen Finanzmarktes*. Diese Hürden reichen von unterschiedlichen Finanztraditionen, unterschiedlichen Rechtssystemen, dem Fehlen einer Fiskalunion bis hin zu mangelnder Datenerhebung. Dies sollte keine Entmutigung für das Vorhaben eines einheitlichen Wirtschaftsraums in Europa darstellen. Vergleicht man die Entwicklung anderer großer Währungs- und Finanzräume, wie etwa die Vereinigten Staaten, wird deutlich, dass die Errichtung eines so großen Gemeinwesens, wie es die Ansammlung sehr unterschiedlicher Mitgliedstaaten in der Europäischen Union darstellt, viele Jahrzehnte in Anspruch nehmen wird. Gerade an der Entwicklung des US-amerikanischen Wirtschaftsraums wird auch deutlich, dass es insbesondere Krisen der wirtschaftlichen oder politischen Entwicklung waren, die den Aufbau vorangetrieben haben – vorausgesetzt, das Bekenntnis der Mitglieder zum gemeinschaftlichen Ziel einer Integration bleibt auch in Krisenzeiten erhalten.

Für die Immobilienwirtschaft bietet die Europäische Kapitalmarktintegration mehr Chancen. Das beginnt bei sinkenden Transaktionskosten und setzt sich über verringerte Wechselkursrisiken und verbesserte Finanzierungsbedingungen fort. Die Ziele der Kapitalmarktunion, andere Finanzierungssegmente als den Bankkredit zu entwickeln, kann auch für die Immobilienwirtschaft von Bedeutung sein, da auch hier die Bedeutung der Bankkreditfinanzierung in den letzten Jahren abgenommen hat.

3. Deutschland: Exporteuropameister – auch beim (Immobilien-) Kapital! Eine Auswertung der Kapitalmarktstatistiken

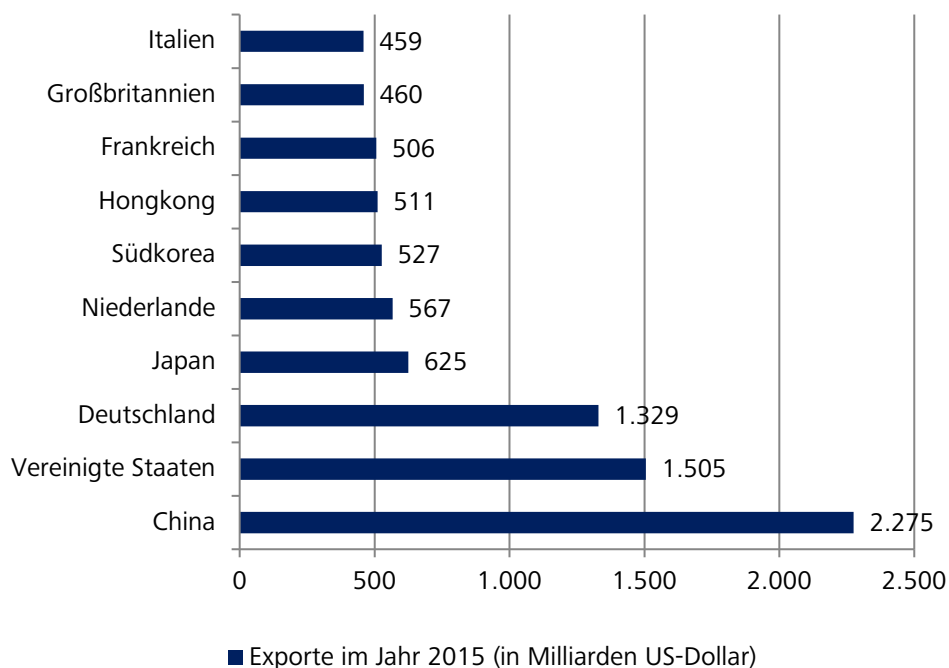
Prof. Dr. Daniel Piazzolo, THM Technische Hochschule Mittelhessen

3.1 Deutschlands Exportleistung führt zu deutlichem Leistungsbilanz-plus

Deutschland exportiert seine Produkte und Dienstleistungen sehr erfolgreich in die ganze Welt. Dies liegt vor allem an seiner wettbewerbsfähigen Industrie. Dabei profitiert Deutschland von einer niedrig bewerteten Währung. Gemessen an der anhaltenden wirtschaftlichen Stärke ist die deutsche Währung falsch justiert. Aber innerhalb der europäischen Währungsunion mit insgesamt 19 Ländern führen die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Industrie und das Image der Stabilität für Investoren nicht zu einer Währungsaufwertung für Deutschland. Wirtschaftliche Probleme und aufgeschobene Reformen in einigen der anderen 18 Euroländer drücken auf den Wert der Gemeinschaftswährung. Insofern folgt Deutschland nicht der Schweiz, wo die Währung in den letzten Jahren deutlich aufwerten musste, da der starke schweizerische Außenhandel zu einer hohen Nachfrage nach Schweizer Franken geführt hat.

Von der relativen niedrigen Bewertung des Euros profitieren besonders die Exporte der Bundesrepublik wie die Abbildung 9 zeigt. So verkaufte die deutsche Wirtschaft Produkte für 1,3 Bio. US-Dollar im Jahr 2015 ins Ausland und damit fast den gleichen Wert wie die drei anderen Euroländer Niederlande, Frankreich und Italien zusammen. Dies unterstreicht, dass neben einer exportunterstützenden Bewertung der Währung die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Industrie den starken Außenhandel Deutschlands begründet.

Abbildung 9: Die 10 größten Exportländer



Quelle: WTO World Trade Organisation (2016), eigene Berechnung und Darstellung.

China und die USA exportierten im Jahr 2015 sogar noch mehr Produkte als Deutschland. Deren Einwohnerzahl ist jedoch um ein Vielfaches größer als von Deutschland. Da die für den deutschen Inlandsmarkt produzierenden Unternehmen erfolgreich ihre Produkte verkaufen konnten, importierte Deutschland deutlich weniger als es exportierte. Die USA dagegen importierten im Jahr 2015 Waren im Wert von 2,3 Bio. US-Dollar und damit deutlich mehr als die Exporte in Höhe von 1,5 Bio. US-Dollar. Die USA verzeichnen somit ein deutliches Defizit in der Handelsbilanz, das sich in den letzten Jahren ausgeweitet hat.

Die Kombination von einer wettbewerbsfähigen Industrie und einer niedrigen Währung führte zu einem deutlichen Überschuss Deutschlands beim Warenhandel in den letzten Jahren. Dies nahm im Jahr 2016 relativ zu 2015 noch zu, denn die deutschen Exporte waren im Jahr 2016 um 1,2% und die Importe (nur) um 0,6% höher als im Jahr 2015 (vgl. Statistisches Bundesamt, 2017). So hat Deutschland für das Jahr 2016 einen positiven Handelsbilanzsaldo von 272 Mrd. Euro (vgl. Tabelle 1). Die Handelsbilanz ist für Deutschland die wichtigste Komponente bei der Leistungsbilanz. Die zweitwichtigste Komponente, die Dienstleistungsbilanz, war – wie in den Jahrzehnten davor – negativ, aber mit 22 Mrd. Euro geringer als sonst. In der Leistungsbilanz werden zusätzlich das Primäreinkommen und das Sekundäreinkommen verbucht. Das Primäreinkommen stellt die Erträge aus Finanz- und Direktinvestitionen im Ausland dar. Dies sind somit die Erträge der Kapitalexporte der früheren Jahre. Im Jahr 2016 floss ein Primäreinkommen von 52 Mrd. Euro nach Deutschland. Als Sekundäreinkommen werden regelmäßige grenzüberschreitende Zahlungen erfasst, bei denen

keine direkten Gegenleistungen der anderen Seite erkennbar sind. Dies sind vor allem Überweisungen der in Deutschland beschäftigten ausländischen Arbeitnehmer in ihre Heimatländer und Zahlungen Deutschlands an internationale Organisationen und im Rahmen der Entwicklungshilfe. Diese Sekundäreinkommen von -40 Mrd. Euro reduzieren die deutsche Leistungsbilanz.

Insgesamt beträgt die Summe aus Waren- und Dienstleistungshandel sowie vom Primär- und Sekundäreinkommen 261 Mrd. Euro im Jahr 2016. Wie die in der Tabelle 1 aufgeführte prozentuale Verteilung der verschiedenen Komponenten zeigt, dominiert der Warenhandel mit 104% des Volumens der Leistungsbilanz diese Aufteilung. Das deutliche Plus der Leistungsbilanz unterstreicht als Momentaufnahme eine starke Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft. Jedoch ist wie bei jeder Bilanz der korrespondierende Gegenposten von der gleichen Höhe und Wichtigkeit.

3.2 Deutliches Leistungsbilanzplus = Deutliches Kapitalbilanzplus

Die Gegenbuchung innerhalb der Zahlungsbilanz zur Leistungsbilanz ist die Kapitalbilanz. Die Geldbeträge, die als Bezahlung für deutsche Waren zur Verfügung stehen, aber nicht für Importe oder für bezogene Dienstleistungen wie Tourismusaufgaben verwendet werden, müssen angelegt werden und verbleiben als Direktinvestitionen oder Wertpapieranlagen im Ausland. Somit häuft Deutschland im Jahr 2016 zusätzliches Vermögen in Höhe von 231 Mrd. Euro im Ausland an (vgl. Tabelle 1). Der Kapitalexport findet zu einem Zehntel durch Direktinvestitionen und zu neun Zehntel durch Wertpapieranlagen statt.

Tabelle 1: Deutsche Zahlungsbilanz 2016

Leistungsbilanz				Kapitalbilanz		Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen
261				231		30
Warenhandel	Dienstleistungen	Primäreinkommen	Sekundäreinkommen	Direktinvestitionen	Wertpapieranlagen	Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen
272	-22	52	-40	23	208	30
in Prozent der Leistungsbilanz				in Prozent der Kapitalbilanz		
Warenhandel	Dienstleistungen	Primäreinkommen	Sekundäreinkommen	Direktinvestitionen	Wertpapieranlagen	
104%	-8%	20%	-15%	10%	90%	

Quelle: Deutsche Bundesbank (2017a), eigene Berechnung und Darstellung. Angaben in Mrd. Euro.

Dieser beträchtliche deutsche Kapitalexport im Jahr 2016 ist bezogen auf die Größenordnung nur eine Wiederholung des Kapitalexports des Jahres 2015 und die Fortführung eines bewährten Musters innerhalb der letzten 30 Jahre. Nur für einige Jahre – kurz nach der deutschen Wiedervereinigung – hat Deutschland selbst Kapital netto importiert; ansonsten wurde Kapital ins Ausland exportiert. Exakt dieser Sachverhalt wird von mehreren Handelspartnern Deutschlands als

bedenklich bewertet und wird vom US-Präsidenten Trump als „unfair“ kritisiert. Insgesamt hat Deutschland über Jahrzehnte beträchtliche Vermögenswerte im Ausland aufgebaut, wie die Bundesbank und Eurostat in ihren Kapitalmarktstatistiken regelmäßig und detailliert dokumentieren.

3.3 Entwicklung des Vermögens der deutschen Immobilienfonds

Die Bundesbank führt unter anderem auf, wie sich das Vermögen von Aktienfonds, Wertpapierfonds und Immobilienfonds zwischen Anlagen in Deutschland und im Ausland aufteilt. So zeigt Tabelle 2 exemplarisch die Zusammensetzung des Fondsvermögens der offenen deutschen Immobilienfonds. Die offenen deutschen Immobilienfonds sind innerhalb der Gruppe der institutionellen deutschen Immobilieninvestoren durch ihre Größe und Anzahl dominierend. Zu diesen offenen Immobilienfonds gehören 43 Publikumsfonds mit einem Fondsvermögen von 85.252 Mio. Euro und 385 Spezialfonds mit 75.567 Mio. Euro zum Stichtag Ende 2016.

Tabelle 2: Fondsvermögen offener deutscher Immobilienfonds: Nach Mittelanlage

Position	2014	2015	2016	Änderung 2014-16	
				in Mio. €	in %
Bankguthaben	10.836	14.774	17.010	6.174	57,0
darunter: bei inländischen Banken	8.494	11.793	13.413	4.919	57,9
Wertpapiere zusammen	12.704	13.098	14.781	2.077	16,3
darunter:					
Schuldverschreibungen	2.749	2.564	3.386	637	23,2
Anteil an Investmentfonds	9.955	10.533	.396	1.441	14,5
unbebaute Grundstücke	960	1.832	2.816	1.856	193,3
darunter:					
im Inland	411	1.433	1.984	1.573	382,7
in anderen EWU-Mitgliedsländern	296	251	515	219	74,0
in anderen EU-Ländern	254	148	317	63	24,8
bebaute Grundstücke	96.631	100.672	104.296	7.665	7,9
darunter:					
im Inland	55.282	61.234	67.104	11.822	21,4
in anderen EWU-Mitgliedsländern	25.293	23.051	20.833	-4.460	-17,6
in anderen EU-Ländern	12.733	12.620	11.985	-748	-5,9
Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften	26.366	29.502	34.377	8.011	30,4
darunter:					
mit Sitz im Inland	15.019	10.274	13.014	-2.005	-13,3
mit Sitz in anderen EWU-Mitgliedsländern	4.997	9.207	9.762	4.765	95,4
mit Sitz in anderen EU-Ländern	2.274	2.926	3.622	1.348	59,3
Darlehen an Immobilien-Gesellschaften	8.798	9.957	11.900	3.102	35,3
darunter:					
mit Sitz im Inland	1.371	1.956	2.698	1.327	96,8
mit Sitz in anderen EWU-Mitgliedsländern	4.140	3.894	4.249	109	2,6
mit Sitz in anderen EU-Ländern	1.534	1.658	1.944	410	26,7
Übriges Vermögen	10.502	13.702	15.121	4.619	44,0
Verbindlichkeiten	33.869	38.015	39.484	5.615	16,6
darunter: aufgenommene Kredite	26.293	26.571	27.845	1.552	5,9
Fondsvermögen insgesamt (1)	132.929	145.522	160.819	27.890	21,0

Anmerkung: (1) = Vermögenspositionen abzüglich Verbindlichkeiten, Angaben in Mio. Euro.

Quelle: Bundesbank (2017b), eigene Berechnung und Darstellung.

Die deutschen Immobilienfonds haben im Jahr 2016 ein Vermögen von insgesamt 161 Mrd. Euro. Relativ zum Jahr 2014 ist das Fondsvermögen um 28 Mrd. Euro bzw. 21% gestiegen. Von diesem Fondsvermögen entfallen 11% auf Bankguthaben und weitere 9% auf Wertpapiere. Der Rest des Vermögens ist in bebauten oder unbebauten Grundstücke oder in Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften investiert. Tabelle 2 zeigt auch, dass von 2014 auf 2016 die Beteiligung an

Immobilien-Gesellschaften in anderen Euroländern besonders stark angewachsen ist (plus 95% bzw. 4,8 Mrd. Euro).

Die bebauten Grundstücke plus die unbebauten Grundstücke bilden das Sachvermögen der Immobilienfonds. Dieses Sachvermögen wird in der Kapitalmarktstatistik der Bundesbank für die offenen deutschen Immobilienfonds nach Ländern aufgeteilt ausgewiesen (vgl. Tabelle 3). Von 2014 auf 2016 ist das Sachvermögen um weitere 10% auf nunmehr 107 Mrd. Euro angestiegen. Dieser Anstieg wurde vor allem durch eine Zunahme des Bestandes in Deutschland (plus 24% bzw. 13 Mrd. Euro) erzielt. Auch gab es Zuwächse im Immobilienbestand für die deutschen offenen Immobilienfonds in den USA, Polen, der Schweiz, Luxemburg und Japan. Ansonsten ging der Bestand im Jahr 2016 relativ zu 2014 in den meisten Ländern zurück. Nachdem deutsche offene Immobilienfonds über viele Jahre ihre Positionen im Ausland deutlich ausgebaut haben, führten die Unsicherheiten in vielen Ländern relativ zum Heimatmarkt Deutschland zu einer Umschichtung im Jahr 2016 zurück in die Bundesrepublik.

Tabelle 3: Sachvermögen offener deutscher Immobilienfonds nach Ländern

Ländergruppe / Land	2014	2015	2016	Änderung 2014 - 16	
				in Mio. €	in %
Alle Länder	97.592	102.504	107.112	9.520	9,8
EWU-Mitgliedsländer	81.282	85.969	90.436	9.154	11,3
Deutschland	55.693	62.667	69.088	13.395	24,1
Belgien	1.079	986	874	-205	-19,0
Finnland	212	202	195	-17	-8,0
Frankreich	10.457	9.636	8.076	-2.381	-22,8
Italien	2.392	2.152	2.125	-267	-11,2
Luxemburg	200	274	239	39	19,5
Niederlande	6.696	6.044	5.576	-1.120	-16,7
Österreich	1.394	1.311	1.312	-82	-5,9
Portugal	349	270	271	-78	-22,3
Spanien	2.463	2.040	2.037	-426	-17,3
Übrige EWU-Mitgliedsländer	347	388	644	297	85,6
Andere EU-Länder	12.987	12.768	12.302	-685	-5,3
Polen	2.589	3.381	3.506	917	35,4
Vereinigtes Königreich	10.088	9.208	8.695	-1.393	-13,8
Übrige EU-Länder	310	179	101	-209	-67,4
Übrige Länder	3.323	3.766	4.374	1.051	31,6
darunter:					
Japan	310	283	324	14	4,5
Schweiz	616	637	743	127	20,6
USA	1.412	1.874	2.607	1.195	84,6

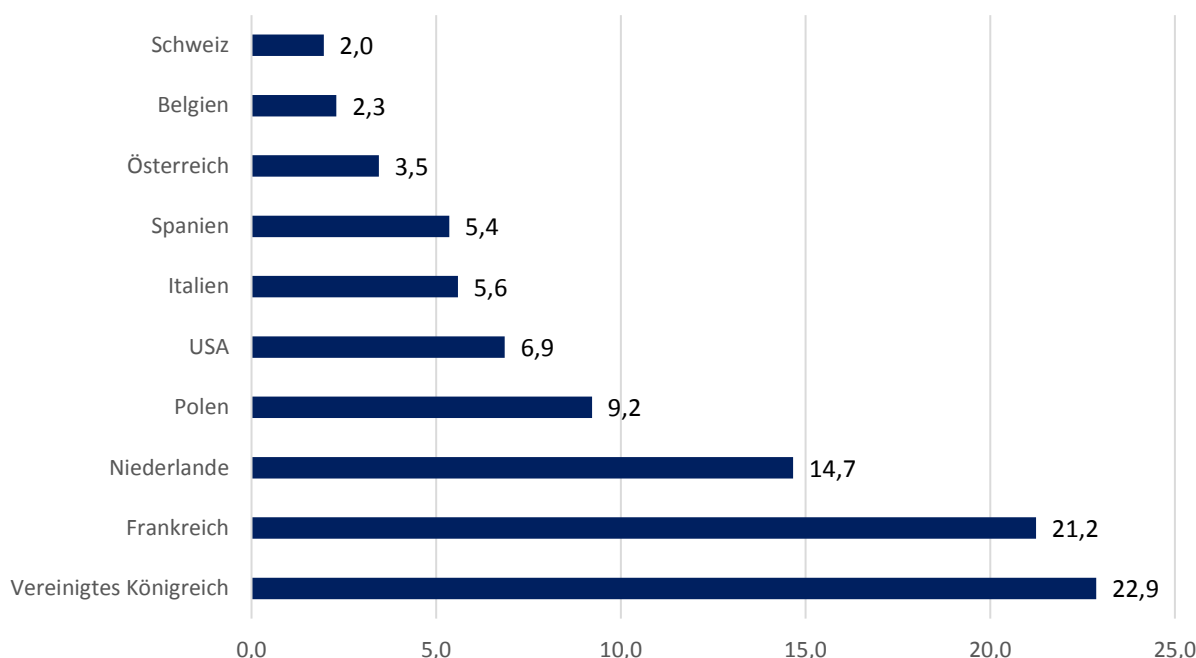
Quelle: Bundesbank (2017b), eigene Berechnung und Darstellung. Angaben in Mio. Euro.

3.4 Auslandsvermögen der deutschen Immobilienfonds

Die deutschen Immobilienfonds haben 65% ihres Sachvermögens im Jahr 2016 im Heimatmarkt investiert. Dieser starke sog. „Home Bias“ ist bemerkenswert, da die professionell geführten und überwiegend großen Immobilieninvestmenthäuser die Expertise besitzen bzw. sich diese „einkaufen“ können, um Informationsineffizienzen, die bei Immobilientransaktionen im Ausland entstehen könnten, ausgleichen zu können. Ein Argument für die Übergewichtung des Heimatmarktes mag die gute wirtschaftliche Lage Deutschlands sein. Der ausgeprägte Home Bias deutet jedoch auch darauf hin, dass trotz langjähriger Globalisierungsphase der Wirtschaft insgesamt und einem europäischen Binnenmarkt dennoch für Immobilieninvestitionen im Ausland weiterhin beträchtliche Hürden zu überwinden sind.

Die tatsächlich stattfindenden Immobilieninvestitionen im Ausland verteilen sich zu einem knappen Viertel jeweils auf Frankreich und UK (vgl. Abbildung 10). Die Niederlande vereinen weitere 15% der ausländischen Anlagen der deutschen Immobilienfonds auf sich. Danach folgen dann Polen, Italien, Spanien und die USA mit jeweils weniger als 10% der deutschen ausländischen Immobilieninvestitionen.

Abbildung 10: Ziel der Auslandsinvestitionen der deutschen Immobilienfonds 2016



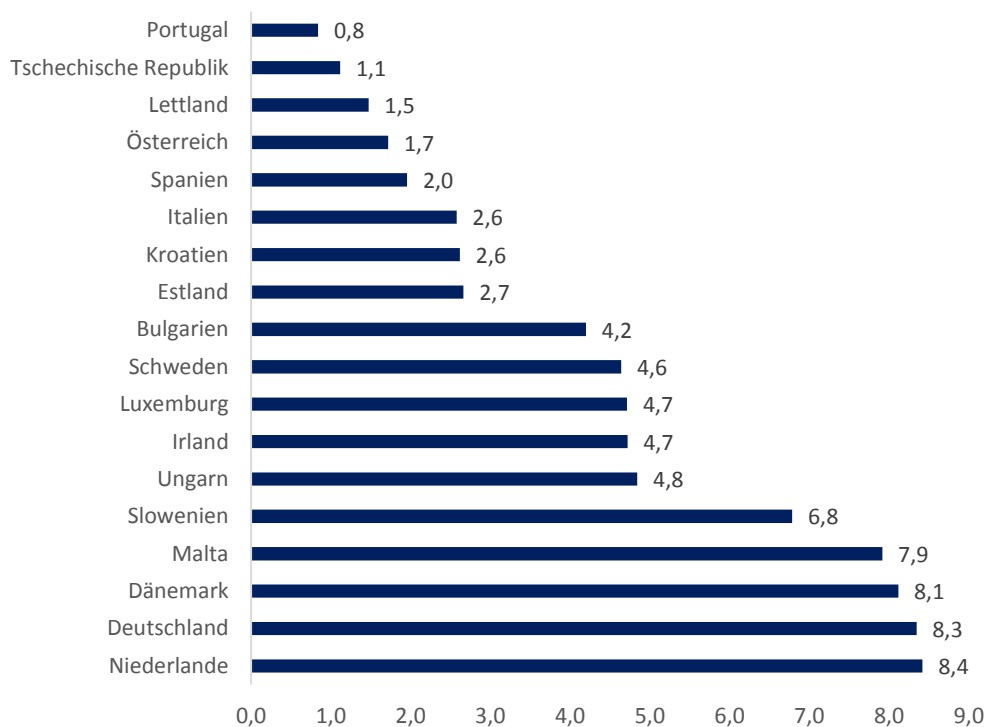
Quelle: Bundesbank (2017b), eigene Berechnung und Darstellung, Angaben in %.

3.5 Europäischer Vergleich der Kapitalströme

Bemerkenswert ist, dass im Jahr 2016 neben Deutschland auch andere europäische Länder einen intensiven Kapitalexport betreiben. Aufschlussreich ist hierbei nicht nur der absolute Überschuss, sondern auch die Relation des Zahlungsbilanzsaldos in % des jeweiligen Bruttoinlandsprodukts BIP. So haben die Niederlande mit 8,4% sogar einen höheren positiven Zahlungsbilanzsaldo relativ zur Wertschöpfung als die Bundesrepublik, die mit 8,3% den zweiten Platz belegt (vgl. Abbildung 11).

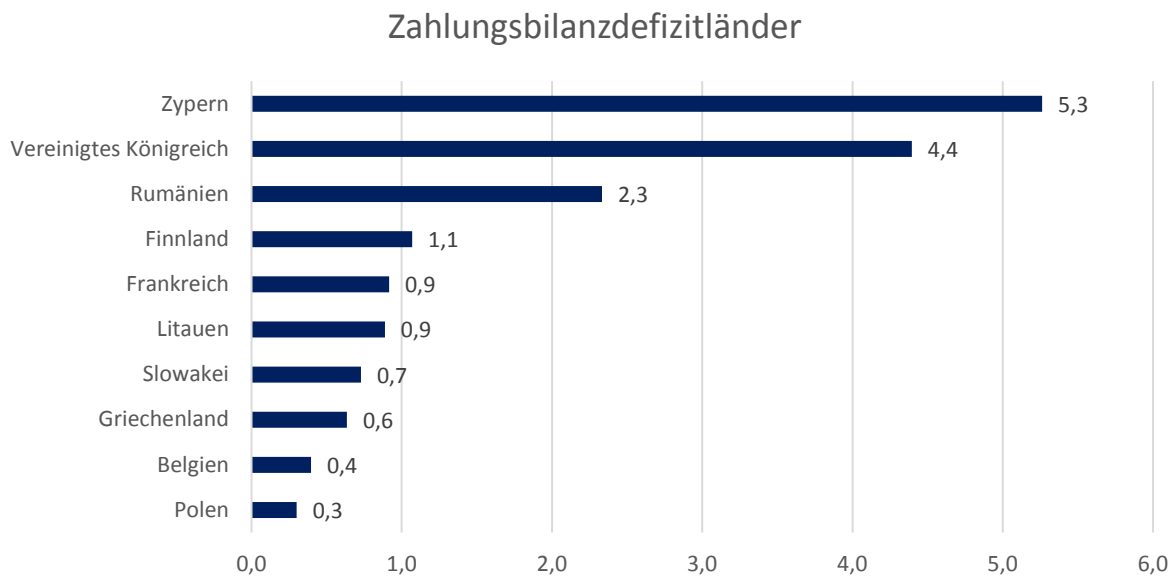
Einschränkend muss man anmerken, dass Deutschland innerhalb der Gruppe der großen EU- Länder eine Ausnahme darstellt. Spanien hat ein positives Zahlungsbilanzsaldo von 2,0% und Italien von 2,6%. Die anderen großen EU- Länder sind in der Gruppe der Zahlungsbilanzdefizitländer (vgl. Abbildung 12). Während Frankreich ein leichtes Zahlungsbilanzdefizit von -0,9% aufweist, hat UK sogar ein deutliches Zahlungsbilanzdefizit von -4,4%. UK bildet mit Zypern im Jahr 2016 das Schlusslicht der EU-Länder bezogen auf den jeweiligen Zahlungsbilanzsaldo.

Abbildung 11: Positive Zahlungsbilanz von EU Ländern relativ zum BIP, 2016



Quelle: Eurostat (2017), eigene Berechnung und Darstellung, Angaben in %.

Abbildung 12: Negative Zahlungsbilanz von EU-Ländern relativ zum BIP, 2016



Anmerkung: Die angegebene Zahl entspricht der Höhe des Defizits, z.B. hat das Vereinigte Königreich ein Zahlungsbilanzdefizit von - 4,4% des BIPs. Angaben in %.

Quelle: Eurostat (2017), eigene Berechnung und Darstellung.

Wie oben dargestellt, ist ein positives Zahlungsbilanzsaldo gleichbedeutend mit einem Kapitalexport. Aufgrund des hohen deutschen Bruttoinlandsproduktes von ca. 3,0 Bio. Euro entspricht der Zahlungsbilanzüberschuss von 8,3% dem weltweit höchsten absoluten Kapitalexport – der Vermögenstransfer ist weltweit einzigartig. 15% des verfügbaren globalen Kapitals stammen in den letzten Jahren aus Deutschland. Dies ist nun mehr als aus China, das in früheren Jahren wie z.B. in 2011 auch so viel Kapital exportierte wie die Bundesrepublik.

Eine Leistungsbilanz, die ein deutliches Ungleichgewicht darstellt, sollte nach den neuen Euro-Regeln von der EU Kommission beanstandet werden. Überschüsse von mehr als 6% und Defizite von über 4% im Verhältnis Leistungsbilanz zum Bruttoinlandsprodukt gelten als problematisch und als mögliches Anzeichen dafür, dass die internationalen wirtschaftlichen Verflechtungen eines Landes aus der Balance geraten sind. Jedoch hat es die deutsche Bundesregierung bislang erreicht, dass die EU Kommission Deutschland wegen des hohen Leistungsbilanzsaldos nicht ahndet.

3.6 Europäischer Vergleich des Auslandsvermögensstatus

Die Zahlungsbilanz eines einzelnen Jahres ist natürlich nur eine Momentaufnahme für die relative Außenhandelsposition und für den aktuellen Kapitalfluss ins oder vom Ausland. Erst bei einer anhaltenden Situation aus Überschüssen oder Defiziten bildet sich über die Jahre ein entsprechendes Auslandsvermögen oder -schulden. Das Ergebnis eines jahrzehntelangen Kapitalexports oder – imports kann im sogenannten Auslandsvermögensstatus abgelesen werden. So hat die

Bundesrepublik zum Ende des ersten Halbjahres 2016 ein Auslandsvermögen in Höhe von kumuliert 1,5 Bio. Euro angehäuft (vgl. Tabelle 4). Damit ist Deutschland in der EU einsame Spitze. Nur acht weitere EU-Länder haben überhaupt einen positiven Auslandsvermögensstatus. Im Falle von den Niederlanden ist das Auslandsvermögen von mehr als 525 Mrd. Euro ebenfalls als sehr hoch einzustufen.

Die meisten EU Staaten haben einen negativen Auslandsvermögensstatus und haben sich somit effektiv Geld „geliehen“, um die in vergangenen Jahren getätigten Investitionen oder den bisherigen Konsum zu finanzieren. So hat Portugal Schulden von knapp 200 Mrd. Euro und Griechenland von 235 Mrd. Euro. Überraschenderweise sind die Schulden von Irland mit 489 Mrd. Euro besonders deutlich. Dies zeigt, dass das hohe Zahlungsbilanzplus Irlands von 9,7% des BIPs im Jahr 2015 und von 4,7% im Jahr 2016 ein wichtiger Schritt ist, um die in den Vorjahren angehäuften Auslandsverschuldung sukzessive abzubauen. Bedenklich sind die enormen spanischen Schulden von zusammen 970 Mrd. Euro. Aber auch die anderen großen Länder wie Polen (-252 Mrd. Euro), Italien (-322 Mrd. Euro) und Frankreich (-435 Mrd. Euro) haben ein negatives Auslandsvermögen. Natürlich sind auch Länder mit einem negativen Nettovermögen im Ausland selbst investiert. Jedoch schränkt eine gesamtwirtschaftliche Konstellation mit einem Leistungsbilanzdefizit die Möglichkeiten von langandauernden Kapitalexporten wie beispielsweise durch Immobilieninvestitionen mittel- und langfristig ein.

Tabelle 4: Auslandsvermögensstatus der EU-Länder nach Ländern

Land	Ende 1. Halbjahr 2016
Deutschland	1.548.142
Niederlande	525.677
Belgien	233.953
Dänemark	114.705
Schweden	42.525
Luxemburg	13.136
Österreich	5.722
Malta	4.813
Finnland	3.997
Estland	-8.228
Slowenien	-14.793
Lettland	-14.945
Litauen	-17.904
Zypern	-22.089
Bulgarien	-25.246
Tschechische Republik	-46.541
Slowakei	-52.973
Ungarn	-63.514
Vereinigtes Königreich	-68.984

Rumänien	-78.889
Portugal	-192.405
Griechenland	-234.542
Polen	-251.557
Italien	-321.564
Frankreich	-434.913
Irland	-489.203
Spanien	-969.785

Quelle: Eurostat (2016), eigene Berechnung und Darstellung. Angaben in Mio. Euro.

Insgesamt illustriert Tabelle 4 auch, dass das Nettoauslandsvermögen der Einen, die Schulden der Anderen darstellen müssen. Dies gilt weltweit, insbesondere mit China als Überschussland und den USA als Hauptschuldner. So hat China kürzlich Japan als Hauptanlagegläubiger der US-Staatspapiere abgelöst. Innerhalb der EU-Länder zeigt sich diese Situation tendenziell in analoger Form. Das Auslandsvermögen Deutschlands stellt – zwar nicht direkt bilateral, aber bezogen auf die Größenordnung – die Schulden Spaniens, Irlands, Frankreichs oder Italiens dar. Die volkswirtschaftliche und wirtschaftspolitische Herausforderung ist es somit zu ermöglichen, dass einerseits Schulden zurückgezahlt werden können und andererseits ein gesundes Wirtschaftswachstum ermöglicht wird. Salopp gesagt stellen Länder wie Deutschland und China mit ihrem anhaltenden Kapitalstrom ins Ausland gegenwärtig sicher, dass die Schuldnerländer nicht „pleitegehen“. Dadurch nimmt jedoch auch das weltweite bzw. europäische Ungleichgewicht weiter zu und es steigt im Ergebnis die Gefahr, dass die Schulden langfristig nicht beglichen werden.

Innerhalb des Euroraums ist die Herausforderung, dass Währungsänderungen nicht mehr möglich sind, um Ungleichgewichte in der relativen Wettbewerbsfähigkeit auszugleichen. Somit ist der „interne“ feste Wechselkurs der EWU für Deutschland zu niedrig und für die meisten anderen Euroländer zu hoch. Mittelfristig gibt es zwei Alternativen. Die erste Alternative ist ein Schuldenschnitt zu Gunsten der wirtschaftlich schwächeren Länder und eine kontinuierliche Finanzierung dieser Länder durch Deutschland. Dies ist jedoch innenpolitisch in Deutschland brisant, da die deutsche Wirtschaftsstärke u.a. durch schmerzhaft Reformen (wie z.B. Renteneintrittsalter ab 67 Jahren) erreicht wurde und es schwer vermittelbar ist, Ländern zu helfen, deren Renteneintrittsalter z.T. bei 62 Jahren liegt. Die zweite Alternative ist ein Auflösen des Euroraums, was wohl eine Aufwertung der deutschen Währung um ca. 25% bedeuten und zu massiven wirtschaftlichen und politischen Anpassungsherausforderungen führen würde. Da die zweite Alternative europapolitisch die größeren Gefahren birgt, ist die erste Alternative mit Nettokapitalflüssen von den wirtschaftlich stärkeren zu den schwächeren Euroländern gekoppelt mit Reformen in den Euroländern die wahrscheinlichere.

Die Verfügbarkeit billigen Geldes verführte viele europäische Wirtschaften zum Anfang dieses Jahrtausends zu kreditfinanzierten Konjunkturprogrammen. Davon profitieren unter anderem auch die Immobilienmärkte in diesen Ländern, die bis 2007/2008 auch beeindruckende Performancezahlen lieferten. Dagegen erzeugte der deutsche Immobilienmarkt nur recht geringe, wenn auch stabile, Renditen. Das ausbleibende Wachstum in dem heimischen Immobilienmarkt veranlasste viele deutsche Investoren in anderen europäischen Ländern zu investieren und deutsche Immobilienbanken Projekte im Ausland zu finanzieren. Dies führte zu einem beträchtlichen Sachvermögen der deutschen Immobilienfonds im Ausland. Während und nach der globalen Finanzkrise erschien Deutschland mit den geringen, aber stabil positiven Renditen für die Immobilieninvestoren als sicherer Hafen, so dass auch Immobilienkapital aus dem Ausland nach Deutschland floss und die deutschen Immobilienfonds in den letzten Jahren wieder verstärkt in Deutschland investierten (vgl. Entwicklung von 2014 zu 2016 in Tabelle 3).

3.7 Auch weiterhin: Deutsches Kapital befeuert europäische Immobilienmärkte

Die globale Finanzkrise ab 2007 verursachte eine deutliche Korrektur der Immobilienwerte in vielen europäischen Ländern, während die Konsequenzen für den Immobilienmarkt in der Bundesrepublik eher indirekt und letztlich positiv waren. So erschien Deutschland wegen der wirtschaftspolitischen Stabilität zunehmend attraktiv für Immobilieninvestoren – Wertkorrekturen in Folge der Finanzkrise waren äußerst begrenzt. Da Löhne und Mieten während des ersten Jahrzehntes des neuen Jahrtausends in der Bundesrepublik stagnierten, entwickelte sich ein Wettbewerbsvorteil Deutschlands. So wurde immer wieder darauf verwiesen, dass z.B. die Büromieten in der deutschen Hauptstadt Berlin deutlich niedriger waren und noch sind als in London oder Paris.

Auch wenn in den letzten Jahren die Immobilienpreise und -mieten in Deutschland gestiegen sind, hat der deutsche Immobilienmarkt weiterhin Nachholpotential relativ zu anderen europäischen Kernmärkten wie Frankreich und UK.¹¹ Folglich werden internationale Investoren, die eine globale Diversifizierung anstreben, ihren Bestand in der größten europäischen Volkswirtschaft weiter ausbauen. Für deutsche Investoren sind nun sowohl das Inland als auch das Ausland attraktiv. Immobilien im heimischen Markt versprechen trotz bereits gestiegener Preise eine relativ gute Stabilität und weiterhin potenzielle Wertsteigerungsmöglichkeiten. Da Deutschland aber auch in Zukunft dank der zu erwartenden Handelsbilanzüberschüsse beträchtliches Kapital exportieren muss, werden andere europäische Länder attraktive Investitionszielmärkte für deutsche Banken und Immobilieninvestoren bleiben. Im Ergebnis wird deutsches Kapital auch in den kommenden Jahren

¹¹ Vgl. Piazzolo, Vollrath (2017).

ein Wachstumstreiber der europäischen Immobilienmärkte darstellen, entweder direkt in Form von Immobilieninvestitionen oder indirekt über entsprechende Immobilienfinanzierungen.

4. Immobilien-Investmentmärkte im Spannungsfeld zwischen Anlagedruck, zunehmender Vorsicht und „Krisensorgen“

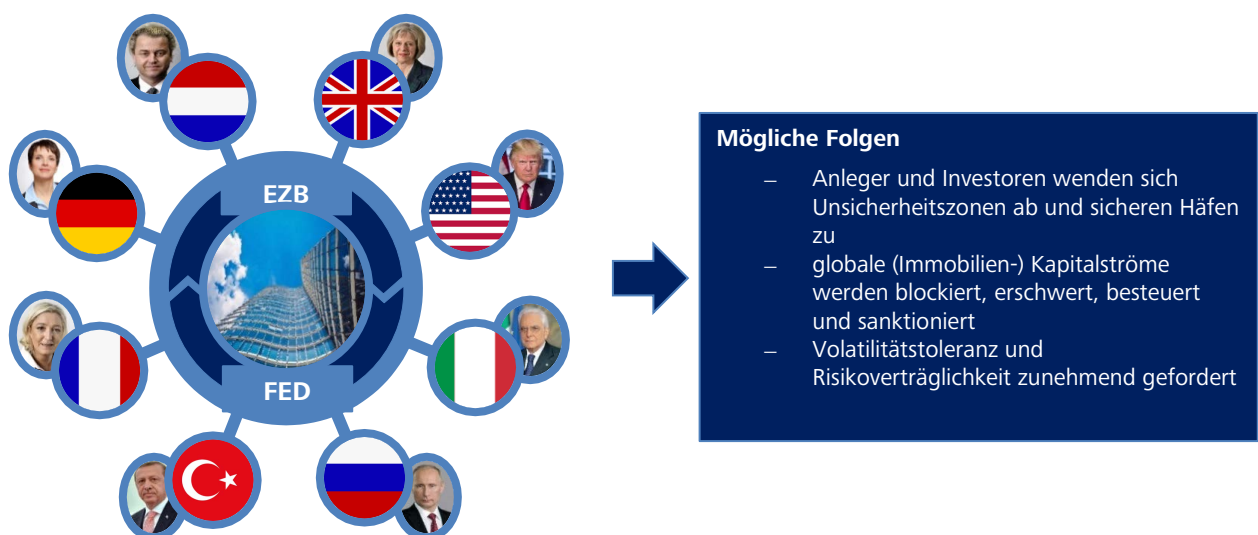
Helge Scheunemann, Head of Research Deutschland, Jones Lang LaSalle SE

Dr. Thomas Wiegmann FRICS, Managing Director, BLUE Asset Management GmbH

4.1 Einleitende Bemerkungen

Die deutschen und europäischen Investmentmärkte boomen auch im Jahr 2017 weiter. Und das nun bereits im achten Jahr in Folge. Kein Wunder, dass angesichts dieser lang anhaltenden Aufschwungphase vermehrt Skepsis bei den Akteuren aufkommt, getreu dem Motto: „irgendwann muss es ja mal vorbei sein.“ Aber nicht allein der Zyklus an sich bereitet Sorge, es sind vielmehr die dahinterliegenden exogenen, nicht zu beeinflussenden wirtschaftlichen und politischen Faktoren, die wie selten zuvor ihre Strahlkraft auf die Finanzmärkte und damit auch auf die Immobilienmärkte entfalten (vgl. Abbildung 13). In diesem komplexen Beziehungsgeflecht mit der hinzukommenden Besonderheit des diversifizierten europäischen Binnenmarktes platziert sich die Immobilie als Asset und Anlageprodukt so prominent wie nie. Angst vor politischen und ökonomischen Krisen auf der einen Seite, ein enormer Nachfrageüberhang für Immobilien als Kapitalanlage auf der anderen Seite – spannungsgeladener können die Gegensätze kaum sein.

Abbildung 13: Veränderung der politischen Rahmenbedingungen



Quelle: Jones Lang LaSalle, 2017.

Aktuell lassen sich zusammenfassend insgesamt drei Aspekte anführen, die auf der Seite der Skeptiker ihr Gewicht entfalten:

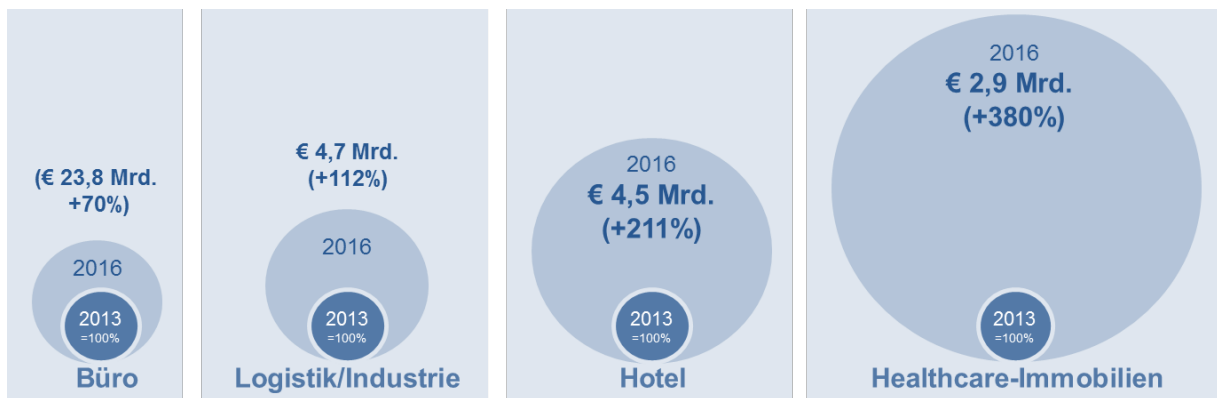
- Rückgang der globalen Transaktionsvolumina seit 2015,
- geopolitische und ökonomische Unsicherheiten, u.a. Wahlen in Frankreich und Deutschland, Referendum in der Türkei,
- Immobilienrenditen vielerorts auf Rekordtief,
- Brexit und seine noch nicht absehbaren Folgen für Großbritannien und für Europa.

Im Gegensatz dazu finden sich allerdings bei objektiver Betrachtung die folgenden fünf Aspekte, die nicht erkennen lassen, dass wir uns kurz vor einem entscheidenden Wendepunkt befinden:

- Die Wirtschaft läuft "ok",
- kein Überangebot an spekulativen Neubauten absehbar,
- Investoren fokussieren sich nach wie vor auf Immobilien,
- relativ gesehen bieten Immobilien immer noch eine attraktive Verzinsung,
- keine Fremdfinanzierungsauswüchse erkennbar.

Einer der ganz zentralen Aspekte des heutigen Pricings ist neben dem Zinsniveau auch der Margenaspekt und der daraus resultierende, positive – und komparativ zu anderen Anlagen – attraktive Net-Yield-Spread. Es bietet sich daher an bzw. ist geboten, das Rendite-Risiko-Verhältnis immer auch in Relation zum breiteren Anlageuniversum zu beurteilen. Exemplarisch und vereinfacht ausgedrückt: Eine Einzelhandelsimmobilie in attraktiver Lage mit starkem Ankermieter mit einer Brutto-Anfangsrendite von beispielsweise 6% in einer nachhaltig attraktiven Lage und mit einem zukunftsfähigen Nutzungskonzept, die mit einem LTV von 70% und 3,5% finanziert wird, ist gegebenenfalls trotz vorhandener (und managebarer) Risiken in Bezug auf auslaufende Mietvereinbarungen relativ gesehen attraktiver als eine Anleihe mit null- oder teilweise negativer Verzinsung. Aus der Sicht von Investoren – gerade bei langfristigen Finanzierungen – ist dies ein ganz wesentlicher Aspekt der aktuellen und künftigen Investmentstrategie und Portfoliodiversifikation, vor allem bei Multi-Asset Ansätzen.

Abbildung 14: Wachstum Transaktionsvolumen nach Assetklassen in Deutschland



Quelle: Jones Lang LaSalle, 2017.

Sicherlich kann im Rahmen dieser Abhandlung nicht auf alle Aspekte en detail eingegangen und – noch wichtiger – es kann keine abschließende Bewertung abgegeben werden. Zu unterschiedlich präsentieren sich aktuell die europäischen Immobilienmärkte und Volkswirtschaften einerseits und zu unterschiedlich sind die Anlage- und Renditekriterien der Investoren sowie deren Risikobereitschaft andererseits.

Auch bereits vor der Brexit Entscheidung agierten Investoren in einem mehr und mehr volatilen Umfeld. Dies wird auch durch Umfragen und in Stimmungsbildern bei den Investoren verdeutlicht. So ist z.B. ein zentrales Ergebnis der im halbjährlichen Turnus durchgeführten Immobilien-Investitionsklima-Studie von Union Investment, dass sich im gegenwärtigen Marktumfeld zwar immer häufiger auch Gleichungen mit mehreren Unbekannten auftun, die europäischen Immobilienmarktakteure sich selbst aber in diesem fortgeschrittenen Zyklus dennoch keine gesteigerte Zurückhaltung auferlegen.¹² Im Gegenteil: die Suche nach Rendite ist und bleibt zentrales Anlagemotiv und Zeichen einer generellen Trendumkehr lassen sich erst sehr verhalten wahrnehmen. Der Immobilie als Anlageklasse kommen dabei im Wesentlichen die folgenden vier Aspekte zugute:

1. Renditen von Staatsanleihen erscheinen trotz eines leichten Anstiegs zu Beginn 2017 noch nicht wieder attraktiv genug für institutionelle Investoren.
2. Schuldenpolitik und Liquiditätsschwemme hinterlassen Fragezeichen in Bezug auf die Bonität staatlicher Emittenten.
3. Sachwerte erscheinen seit 2009 zunehmend als "sicherer Hafen" ("Betongold") und bieten nach wie vor Renditechancen.

¹² Vgl. Union Investment (2016).

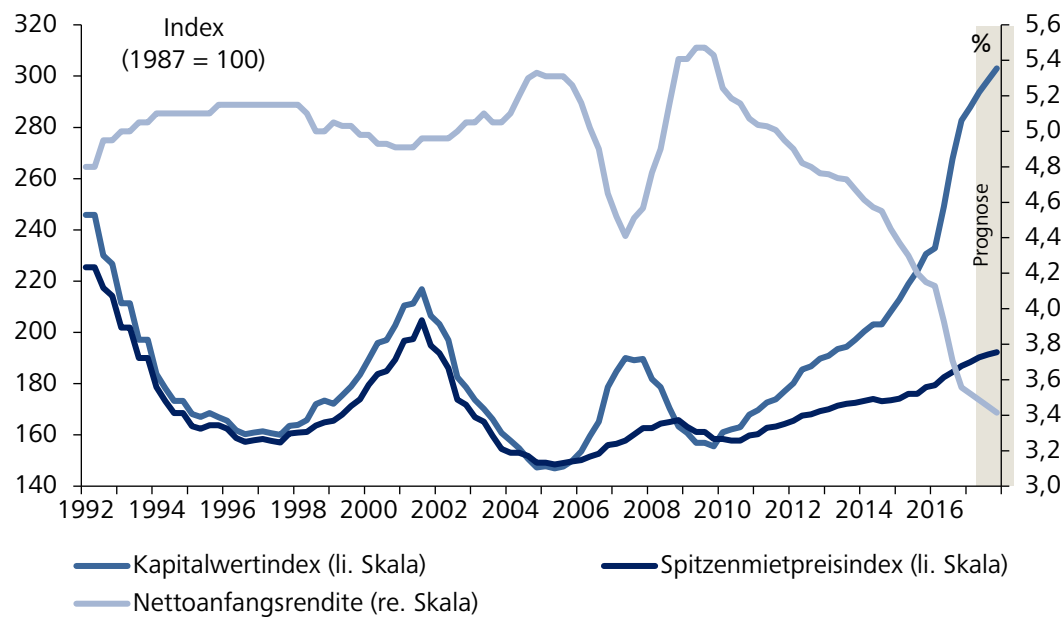
4. Liquider Finanzierungsmarkt zu historisch niedrigen Zinsen (entgegen ersten Zinsschritten in den USA verharren die Zinsen im Euroraum weiterhin nahe Null).

Solange diese vier Treiber aktiv sind, wird die Nachfrage nach Immobilien zumindest hoch bleiben (vgl. Abbildung 14). Und aktuell zeichnet sich weder kurz- noch mittelfristig bis Ende 2017 ein genereller Umschwung ab. Investoren sind nach wie vor überzeugt, dass sich sowohl das makroökonomische als auch das finanzwirtschaftliche Umfeld so darstellen wird, dass es unterstützend für die Anlageklasse Immobilie wirkt.

4.2 Entwicklung internationaler Immobilien Transaktionsvolumina

Besonders in den frühen Phasen eines wirtschaftlichen Aufschwungs sind Immobilien-Anleger geneigt, ihre Preisentscheidungen von den Erwartungen eines künftigen Renditewachstums (und somit positiver Wertänderungsrenditen in der Zukunft) leiten zu lassen (vgl. Abbildung 15). Mitte 2003 und 2004 stand für eine Zeit, zu der sich die Erwartungen hinsichtlich eines Wirtschaftswachstums entscheidend materialisierten. Miet- und Kapitalwerte befanden sich im historischen Vergleich auf einem relativ niedrigen Niveau. In diesem Umfeld stiegen mit zunehmender konjunktureller Erholung die Erwartungen hinsichtlich eines substantiellen Wirtschaftsaufschwungs. Ab Mitte 2003 bis 2007 (Phase der „Euphorie“) war das Anlagemarktumfeld von rückläufigen Renditen gekennzeichnet und der globale Immobilien-Investmentmarkt nahm eine rasante Entwicklung. Kapitalwerte unterlagen zwischen September 2003 und September 2007 einer kumulierten Steigerung von rund 60%. Das Volumen der jährlichen Investments hatte sich mehr als verdreifacht - von rund 80 Mrd. Euro im Jahr 2003 auf 255 Mrd. Euro im Jahr 2007 - und spülte beträchtliche Liquidität in wichtige europäische Märkte. Besonders die Jahre 2006 und 2007 zeigten die Charakteristika der „Manie“, in welcher es zu Überhitzungen und Blasenbildungen kommt.

Abbildung 15: Mieten und Renditen treiben Kapitalwertwachstum



Quelle: Büroimmobilien in Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, München und Stuttgart; Jones Lang LaSalle, 2017.

Allgemein war eine schrittweise abnehmende Wahrnehmung von Marktteilnehmern in Bezug auf Volatilität und Risiko von Anfang 2003 bis 2007 festzustellen. Vorgenannte Beobachtung lässt sich durch die Entwicklung des CBOE Volatility Index (VIX) untermauern, welcher die vom Markt erwartete kurzfristige Schwankungsintensität anhand von Optionspreisen auf den Börsenindex S&P 500 ausdrückt. Seit dessen Einführung im Jahr 1993 gilt der VIX als das weltweit führende Barometer für Anlegerstimmung und Marktvolatilität. Investoren erachteten die Risiken in der globalen Wirtschaft und/oder den Investitionsmärkten zwischen 2003 und Mitte/Ende 2007 generell als gering. Doch in der ex Post Betrachtung muss festgestellt werden, dass selbst solche Indices nicht ausgereicht haben, um die Finanzmärkte in das Fiasko nach 2007 zu treiben. Auch wenn bereits 2007 Indikatoren auf Risiken hindeuteten, wurden diese von vielen Investoren nicht hinreichend wahrgenommen bzw. wurden nicht richtig gedeutet.

Ungeachtet weiter schrumpfender Anfangsrenditen (*Yield Compression*) und mithin gesteigerter Marktwerte zeigte sich der Investorenhunger indes ungestillt und – im Nachhinein überzogene – Mietwachstumserwartungen wurden durch eine gesunde Mieternachfrage unterlegt. Finanzmärkte fanden sich generell in einem durch nachstehende Merkmale geprägten Umfeld wieder:

- Ein als vergleichsweise gering eingeschätztes Risiko/ein konjunktureller Ausblick mit historisch günstigen Kreditfinanzierungsmöglichkeiten und starkem Wettbewerb unter Finanzierern für den Erhalt und zur Sicherung des Marktanteils,
- zunehmende globale Integration der Kapitalmärkte und Entwicklung komplexer synthetischer Anlageprodukte,

- starkes Schwellenmarktwachstum,
- zügige Kapitalmarktneuerungen innerhalb eines relativ deregulierten Umfelds, sowie ferner
- großer Investorenappetit getrieben durch attraktive Fremdkapitalverfügbarkeit und -kosten.

Von diesen verschiedenen Faktoren hatte die Verfügbarkeit „billigen“ Gelds in Verbindung mit Finanzmarktneuerungen essentielle Auswirkungen auf den Immobilienmarkt. In diesen Zeiten des allgemeinen Marktaufschwungs fanden Immobilieninvestoren sowie -entwickler vorteilhafte Fremdkapitalkonditionen für ihre Entwickler- bzw. Anlagetätigkeiten:

- Kreditgeber konnten generell Darlehen mit 80 bis 85% oder mehr (sogar mit bis zu 95%) des Anlagewerts (LTV) oder alternativ der Anschaffungskosten (LTC) besichern
 - damit waren die aushaftenden Kreditbeträge im Vergleich zum nachhaltigen/langfristigen Wert der Sicherheit sehr hoch.
- Die den Darlehen zugrundeliegenden Bewertungen waren darüber hinaus zum großen Teil Ausdruck der Erwartungen hinsichtlich zukünftiger Ertragssteigerungen, die bereits „eingepreist“ waren.
- Die Kreditzinsmargen fielen auf 50-90 Basispunkte über den SWAP-Sätzen, d.h. aufgrund des hohen Wettbewerbs der Kreditgeber wurden die Konditionen zunehmend attraktiver.
- Die Kredite waren häufig tilgungsfrei, respektive endfällig strukturiert.
- Oft bestand auch keine Vorfälligkeitsentschädigung, was den Immobilieninvestoren eine erleichterte Refinanzierung im Fall der Verfügbarkeit attraktiverer Konditionen ermöglichte.
- Die Kreditnehmer durften Eigenkapital aus Refinanzierung/Ausschüttungen aufnehmen.
- Bei den meisten Kreditvereinbarungen handelte es sich um sogenannte „non-recourse Kredite“, d.h. diese waren ohne Rückgriffsmöglichkeit auf den Sponsor ausgereicht (respektive mit einer Besicherung ausschließlich auf Grundlage der Grundpfandrechte des finanzierten Assets, ohne eine persönliche Haftung/Haftung mit dem Gesamtvermögen des jeweilig wirtschaftlich Berechtigten einzufordern).
- Die meisten Darlehensbedingungen waren für Kreditgeber positiv verhandelbar.
- Die Due Diligence und Erhebung von Informationen in Bezug auf den Transaktionsgegenstand waren durch die Banken (und auch einige Investoren) hinsichtlich Qualität und Umfang vergleichsweise begrenzt – der hohe

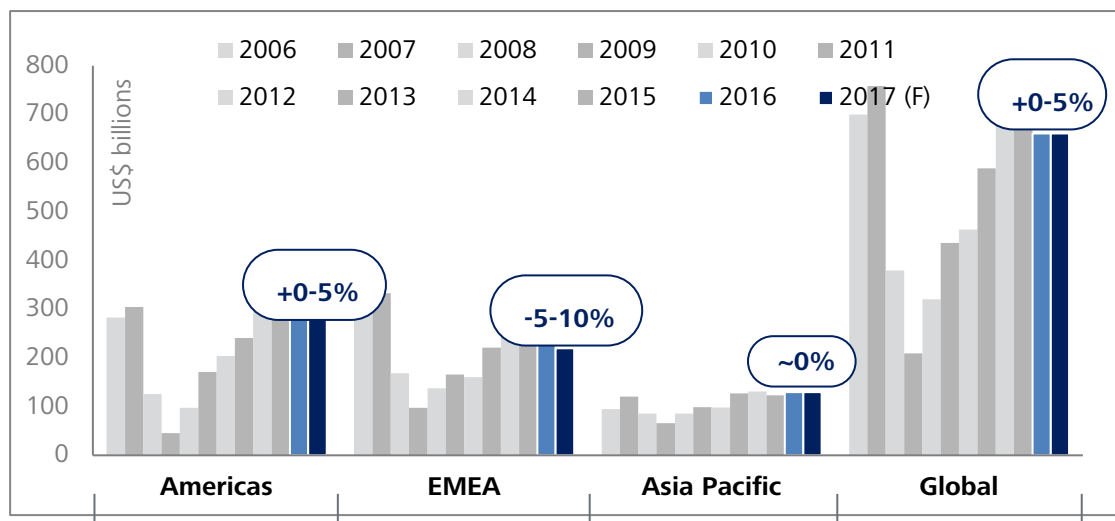
Wettbewerbsdruck im Markt ließ eine qualitativ hochwertige und damit zeitintensive Prüfung nicht zu.

Zwischen Mitte und Ende 2007 wandelte sich der Immobilienmarkt sowohl für Mieter als auch Anleger des europäischen Immobilienmarktes drastisch, nachdem die Finanzkrise diesen weltweit in seinen Grundfesten erschüttert hatte. In den EU-Mitgliedsstaaten war länderübergreifend eine deutliche Steigerung der Arbeitslosigkeit zu verzeichnen, was wiederum eine negative Auswirkung auf die Nachfrage nach Büroflächen hatte. Infolge eines schrumpfenden Mietermarkts waren aus Investorensicht die Erwartungen in Europa nun vermehrt negativ - die nachlassende Mieternachfrage hatte zudem zu einem Anstieg an verfügbaren Flächen und gelockerten Marktbedingungen in sämtlichen Schwellen- und Entwicklungsmärkten geführt.

Der Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 war das Zeichen für den Beginn der Phase der Besorgnis („Revulsion“). Dies setzte eine abwärts gerichtete Entwicklung in Gang („Panic“), die ihr Ende im Erreichen der Talsohle im Verlauf des Jahres 2009 fand. Diese Talfahrt konnte nur durch das Eingreifen der verschiedenen Regierungen im Rahmen der „Bankenrettungen“ und der Zentralbanken durch die Bereitstellung von zusätzlicher Liquidität gestoppt werden, diese Entwicklung zeigte sich dann auch in einer signifikanten Trendwende am Immobilien-Investmentmarkt.

Im Zuge der internationalen Finanzkrise brach das Transaktionsvolumen bis zum Jahr 2009 deutlich gegenüber den Höchstständen ein (vgl. Abbildung 16). Dieser Stand markierte die Talsohle der Krise und entsprach in etwa dem Niveau des Jahres 2003. Das Jahr 2009 war darüber hinaus gekennzeichnet durch eine starke Konzentration der Anleger auf ihre jeweiligen Binnenmärkte – ein typischer Effekt im Investmentzyklus und Ausdruck der hohen Risikoaversion der Investoren. Der Anteil grenzüberschreitender Käufe sank auf lediglich ein Fünftel der Transaktionen des Vorjahres. Die sehr negative Entwicklung des globalen Immobilien-Investmentmarktes blieb somit auch für die regionalen Transaktionsströme nicht ohne Folgen. Im Boomjahr 2007 entfiel mit jeweils über 40% der Großteil der Transaktionen auf Europa und Amerika, Asien-Pazifik erreichte lediglich 16%. Obwohl die Transaktionen im Jahr 2009 um beachtliche 72% auf nur noch knapp 210 Mrd. US-Dollar abnahmen, konnte die Region Asien-Pazifik ihren Anteil auf 32% verdoppeln. Auch der Anteil Europas stieg noch einmal leicht an auf 46%. Amerika, wo die Krise ihren Ursprung hatte, fiel dagegen auf einen relativen Anteil von nur noch 22% zurück, was einem Transaktionsvolumen von lediglich 45 Mrd. US-Dollar entsprach (zum Vergleich 2007: über 300 Mrd. US-Dollar).

Abbildung 16: Global Direct Commercial Real Estate Investments (2006-2017)



Quelle: Jones Lang LaSalle, 2017.

Auch die Entwicklung der Kapitalwerte für Immobilieninvestments in den Weltregionen zeigte deutlich den Effekt der internationalen Finanzkrise. Nach dem Boomjahr 2007 mit den jeweiligen peaks in Q2 (Europa), Q3 (Nordamerika) und Q4 (Asien-Pazifik) stiegen in allen Regionen die Anfangsrenditen, so dass in der Folge die Immobilienwerte einbrachen. Am deutlichsten zeigte sich dieser Effekt in Nordamerika, wo Immobilien bis Ende 2009 rund die Hälfte ihres Wertes einbüßten.

Zudem veränderte die Finanzkrise die Landschaft des gesamten Finanz- und Bankensektors einschneidend. Finanzierungen – insbesondere bei spekulativen Entwicklungen oder allgemein dem Bauträgergeschäft – konnten seit Mitte 2008 nur noch vereinzelt erfolgreich durchgeführt werden. Kreditgeber wurden deutlich fordernder hinsichtlich des Standings und des Track-Records von Kreditnehmern und noch anspruchsvoller in Bezug auf tragbare LTVs. Ebenso weiteten sich die Kreditzinsmargen wieder aus, Vorvermietungsanforderungen stiegen sowie zusätzliche Sicherheiten wurden verlangt (Covenants). Da viele Banken mit sinkenden Beleihungswerten aus ihrem vorhandenen Kreditbestand zu kämpfen hatten, stellten viele die Darlehensvergabe de facto (zeitweise) ein. Die wenigen weiterhin aktiv am Markt agierenden Kreditgeber reichten Darlehen aus, die regelmäßig in der Bilanz gehalten wurden – der Verbriefungsmarkt war in kürzester Zeit nahezu zum Stillstand gekommen. Den Tiefpunkt markierte der Zeitraum Ende 2008/Anfang 2009, als es keine erkennbaren Anzeichen dafür gab, dass der Markt die Talsohle bereits hinter sich gelassen hatte. Einzigem Schutz zu diesem Zeitpunkt bot die Darlehensvergabe zu deutlich stringenteren Bedingungen und in kleineren Volumina als zuvor, d.h.:

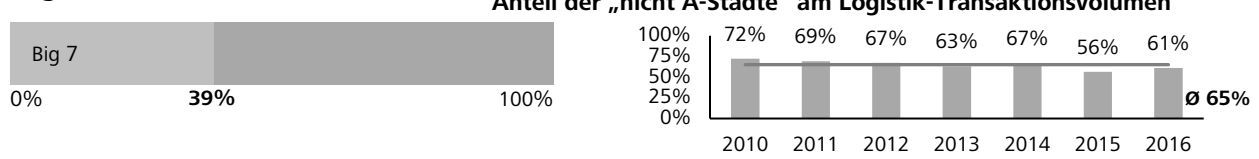
- Reduzierte Kreditvolumina (ein Darlehensvolumen von über 70 Mio. Euro galt als schwierig zu besichern und wurde nur selten von einem einzigen Darlehensgeber gewährt).

- LTVs fielen auf 50 bis 60% des Anlagewerts respektive der Kosten (LTC).
- Kreditzinsmargen stiegen auf 280 Basispunkte oder mehr über den SWAP-Sätzen.
- Es wurden nun Tilgungsdarlehen anstatt tilgungsfreie Kredite vergeben.
- Finanzierungsbedingungen waren nunmehr strenger und kaum verhandelbar.
- Die der Kreditvergabe zugrundeliegenden Bewertungen folgten wesentlich konservativeren Annahmen, die sich weitgehend auf Basis von vertraglichen Mieten ableiteten (wenn diese nicht overrented waren).
- Due-Diligence Prozesse und die Erhebung von Informationen durch Banken gewannen an Umfang sowohl in Bezug auf das Entwicklungsvorhaben/-objekt als auch auf den Kreditnehmer und dessen Erfolgsgeschichte.
- Mietlaufzeit und Beanspruchbarkeit der Covenants der Mieter waren der Schlüssel zur Darlehensgewährung.
- Banken gewährten Darlehen mehrheitlich an Kreditnehmer, mit welchen sie bereits ein enges Kundenverhältnis pflegten.
- Die Finanzierung für Entwicklungsprojekte erfolgte nur in sehr begrenztem Ausmaß.
- Traditionell langfristige Finanzierungsperioden wurden vermehrt auf kürzere Kreditengagements zurückgestutzt.

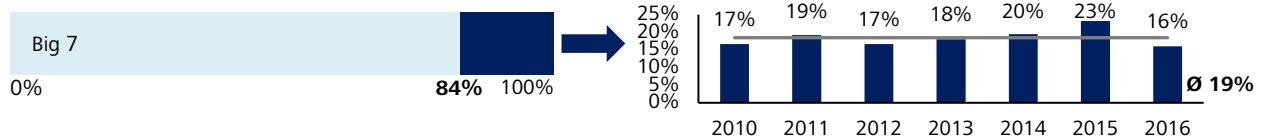
Anleger und Entwickler mit einer starken Eigenkapitalbasis konnten sich aufgrund der angespannten Lage am Kreditmarkt und vor dem Hintergrund ihrer guten Position am Investitionsmarkt wegen des erheblich begrenzten Wettbewerbs gut entwickeln. Zu den aktiven institutionellen Anlegern während der Finanzkrise zählten insbesondere Versicherer, einige offene und geschlossene Fonds sowie einzelne Sonder- und Pensionsfonds. Private-Equity-Fonds, die (meist vorübergehend begrenzten) Zugang zu Eigenkapital bieten, traten vermehrt auf der Käuferseite auf. Dies vorausgeschickt war die Anlegernachfrage zwischen 2008 und Ende 2011 stark auf Chancen im Immobilienbereich konzentriert, sofern diese als "höchst wettbewerbsfähig" hinsichtlich einer risikobereinigten Preisgestaltung waren oder es sich bei dem betreffenden Produkt um ein Core-Produkt (d.h. gut vermietete, erstklassige Assets mit hoher Mieterbonität und langfristigen Mietverhältnissen) handelte. In Ermangelung geeigneter Core-Investitionsmöglichkeiten und angesichts eines gewissen Anlagedrucks von Investorenseite fand in der weiteren Folge zunehmend auch eine weitergehende Orientierung auf Core-Plus Produkte und B-Lagen statt (die sogenannte „ABBA“ Strategie, vgl. Abbildung 17).

Abbildung 17: ABBA-Strategie - Investition in andere Städte

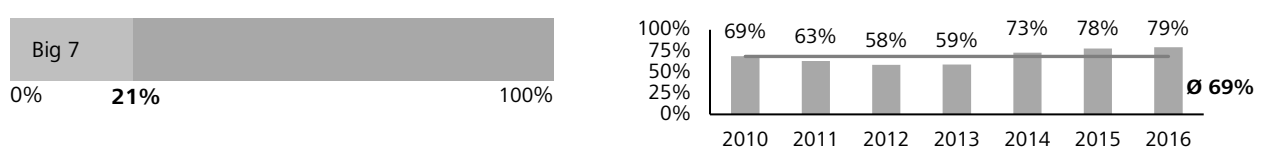
Logistik-Industrie



Büro



Einzelhandel



Quelle: Transaktionsvolumen in Deutschland: Bei Büroimmobilien geht ohne die Big 7 nichts, Jones Lang LaSalle, 2017.

Insbesondere seit dem Jahr 2010 sinken in fast allen Regionen die Renditen wieder auf breiter Front. Nach der tiefen Depression als Folge der globalen Finanzkrise haben die internationalen Immobilienmärkte seither eine beeindruckende Performance abgeliefert. Wir befinden uns mittlerweile im achten Jahr eines Zyklus, der mit starken Preisanstiegen und anhaltender Investorennachfrage verbunden ist. Und trotz der in vielen Märkten nur noch sehr moderaten Anfangsrenditen erscheinen Immobilien grundsätzlich gegenüber Aktien oder Anleihen immer noch „fair“ bewertet.

Im aktuellen Stadium des späten Zyklus steigen allerdings die Herausforderungen für Investoren. Es ist müßig darüber zu philosophieren, ob und wo Blasen existieren oder ob der Höchststand bereits erreicht ist: sicher ist nur, dass die (negative) Änderungswahrscheinlichkeit akzentuiert zugenommen hat. International agierende Investoren verfügen weiterhin über enorme Liquidität, die sie im Sinne ihrer Anleger investieren müssen. Das ist selbst für diese professionellen Kapitalsammelstellen bei den derzeit extrem niedrigen Zinsen alles andere als einfach. Investoren aus aller Welt schauen dabei nicht zuletzt auf den im internationalen Vergleich sicheren Immobilienmarkt in Deutschland und verschärfen so den Wettbewerb um die knappen Anlageobjekte. Politische wie wirtschaftliche Volatilitäten haben deutlich zugenommen und beeinflussen strategische Investmententscheidungen mehr denn je.

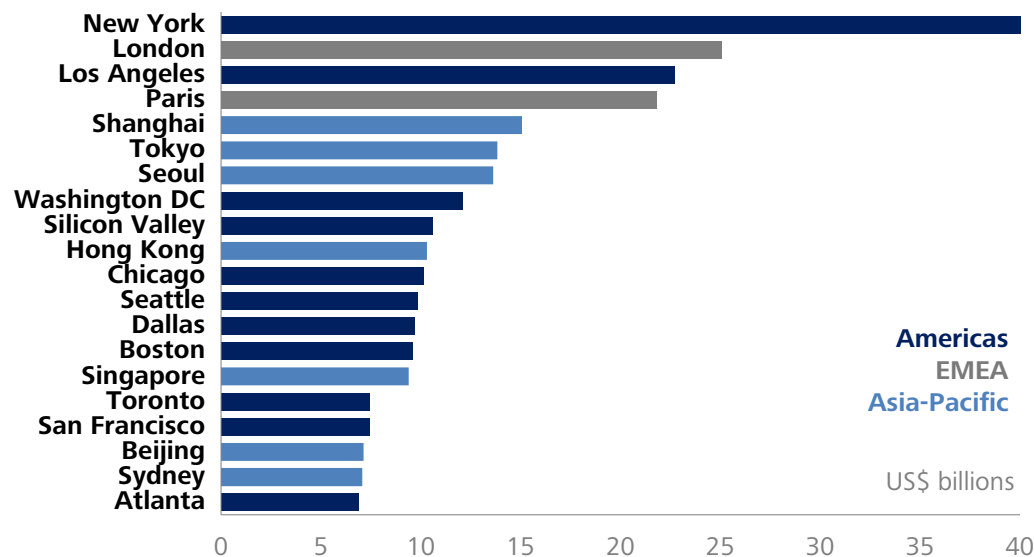
Treiber dieser Dynamik sind in erster Linie internationale, grenzüberschreitende Investoren. Wir erwarten, dass das globale Transaktionsvolumen irgendwann innerhalb der nächsten Dekade die 1 Bio. US-Dollar Marke als jährliches Investitionsvolumen überschreiten wird. Schon bis Ende des Jahres 2017 könnte das globale Transaktionsvolumen wieder an die 700 Mrd. US-Dollar Marke

heranreichen. Die Hälfte davon wird von diesen internationalen Investoren investiert, die Kapitalflüsse zwischen einzelnen Städten, Ländern und Regionen werden also kontinuierlich zunehmen. In den letzten Jahren sind auf globaler Ebene zahlreiche neue Kapitalquellen entstanden, neben China sind hier vor allem Taiwan, Singapur, Norwegen, Afrika oder Lateinamerika zu nennen. Sie alle verfolgen die traditionelle 40-40-20 Asset-Allokation mit 40% Investments in Aktien, 40% in Anleihen und 20% in sogenannte alternative Assets. Zu den letztgenannten werden auch Immobilien gerechnet, die mittlerweile fast die Hälfte dieses Teilsegmentes ausmachen. Hinter diesem Kapital stecken in erster Linie Versicherungen, Pensions- und Staatsfonds. Alle haben gleiche oder zumindest weitgehend ähnliche Investitionskriterien. Allein auf diese Anlegergruppe entfielen 2015 rund 20% des global in gewerbliche Immobilien angelegten Kapitals – rund 35 Mrd. US-Dollar. Vor diesem Hintergrund ist es nicht verwunderlich, dass die internationalen Kapitalströme zugenommen haben. Diese Dynamik hat sich in den letzten sechs Jahren noch einmal deutlich verstärkt mit dem Ergebnis, dass grenzüberschreitende Investitionen doppelt so stark zugenommen haben im Vergleich zu Investitionen innerhalb der jeweiligen Regionen (Amerika, EMEA, Asien-Pazifik). Bis 2020 könnte der Anteil dieser grenzüberschreitenden Investitionen auf 50% des globalen Transaktionsvolumens ansteigen. Dies würde einer absoluten Summe in diesem Jahr von rund 500 Mrd. US-Dollar entsprechen. Zum Vergleich: 2009 betrug das Volumen nur etwa rund 70 Mrd. US-Dollar. Ob diese Steigerungsraten sich tatsächlich wie prognostiziert materialisieren, wird mehr denn je auch von den politischen Rahmenbedingungen bestimmt. Diese sind gegenwärtig als fragil einzustufen. Kapitalströme haben die Tendenz, sich in Krisenzeiten sehr schnell wieder auf heimische Regionen, Länder und Städte zurückzuziehen. Dies gilt insbesondere dann, wenn in den Zielländern die exogenen Risiken als zu hoch eingestuft werden. Internationaler Terrorismus, wachsendes Misstrauen zwischen Ost und West, religiöse Konflikte und machtbesessene Despoten sind nicht nur Hindernisse für den globalen Handel, sondern auch relevant für die Entwicklung von grenzüberschreitende Kapitalströmen in Immobilieninvestments. In Bezug auf die Investorenherkunft dominieren nordamerikanische, asiatische und Investoren aus dem Mittleren Osten den Markt – auf sie entfallen rund 70% der grenzüberschreitenden Transaktionen, wobei Europa das Hauptzielgebiet darstellt. Hier werden immerhin ca. 65% von nicht-europäischen Investoren angelegt. In den vergangenen Jahren kam es zu starken Kapitalströmen von Nordamerika nach Europa, die teilweise wechselkursbedingt waren. Dieser Trend wird solange anhalten, solange sich das Zinsniveau in den USA und in Europa auf einem ähnlichen Level befindet. Werden die angekündigten Zinserhöhungsschritte der FED im Laufe des Jahres 2017 allerdings umgesetzt, werden sich auch die Immobilien-Kapitalströme in Richtung USA verlagern.

Deutschland, in der Historie als sehr durch einheimische Investoren (Offene Immobilienfonds, Versicherungen) geprägter und dominierter Markt, ist ein Paradebeispiel für diesen Trend zur Internationalität. Mittlerweile hat sich auch hier der Anteil ausländischen Kapitals an den

gewerblichen Immobilientransaktionen auf etwa 50% erhöht. Und nicht zuletzt bleibt festzuhalten, dass v.a. amerikanische Investoren mehr als andere bereit sind, höhere Risiken (z.B. Zweitlagen, B-Städte, Immobilien mit Leerständen) bei ihren Transaktionen in Kauf zu nehmen.

Abbildung 18: Direktinvestitionen in gewerbliche Immobilien in ausgewählten Städten



Quelle: Top 20 Cities, 2016, Jones Lang LaSalle, 2017.

Nicht immer entsprechen die Herkunftsländer des Kapitals auch den Zielländern. Trotz aller Wachstumsdynamik in den aufstrebenden Emerging Markets fließt nach wie vor das meiste Kapital in die etablierten Metropolen weltweit. 30 Städte vereinen ca. 50% des globalen Transaktionsvolumens auf sich und auf nur vier Mega-Cities (New York, London, Paris und Tokio) entfallen bereits 20% aller Investitionen (vgl. Abbildung 18). Zugang zu lokalen Marktinformationen, rechtliche Sicherheit und geringe Eintrittsbarrieren sind nur einige von den Faktoren, die für institutionelle und global agierende Investoren in diesem Zusammenhang wichtig sind – Faktoren, die alle unter dem Oberbegriff der Transparenz zusammengefasst werden können. Der Zusammenhang zwischen Kapitalallokation und transparenten Märkten ist signifikant.

4.3 Aktuelle Trends und Bedeutung der Markttransparenz

Zweidrittel der Immobilienmärkte weltweit haben in den vergangenen zwei Jahren Fortschritte in Bezug auf ihr Transparenzniveau gemacht. Zu diesem Ergebnis kommt der neunte Global Real Estate Transparency Index (GRETI) 2016 von JLL und LaSalle Investment Management, der 109 Märkte weltweit analysiert. Auf die zehn vom GRETI als „sehr transparent“ eingestuftten Länder, darunter Deutschland, entfallen 75% des globalen Investitionsvolumens in Gewerbeimmobilien. Das zeigt deutlich, welchen großen Einfluss Transparenz auf Immobilien-Investitionsentscheidungen hat. Eine Reihe wichtiger Faktoren liegt den vom GRETI identifizierten Fortschritten zugrunde. Sie bilden den Rahmen für weitergehende Fragen, die durch hohe oder geringe Transparenz aufgeworfen werden:

- Kapital-Allokationen in Immobilien nehmen zu. JLL prognostiziert, dass innerhalb der nächsten zehn Jahre ein globales Transaktionsvolumen von mehr als 1 Bio. US-Dollar in diesen Sektor investiert sein werden. Diese erwartete Zunahme in Bezug auf die Anlagevolumina geht Hand in Hand mit der Forderung der Investoren nach weiteren Verbesserungen in Bezug auf die Immobilien-(Markt)-Transparenz. Marktteilnehmer erwarten in zunehmendem Maße eine Parität der Standards gegenüber anderen Assetklassen.
- Eine Verbesserung geht generell mit einer Zunahme von Direktinvestitionen aus dem Ausland und der Nutzer-Aktivität einher. Investoren und Unternehmen haben gleichermaßen zur Beschleunigung von Transparenz-Reformen in vielen Ländern beigetragen.
Nationale Regierungen haben erkannt, dass eine geringe Transparenz Auswirkungen auf ausländische Investments, langfristige Wachstums-Aussichten und nicht zuletzt auch die Lebensqualität der lokalen Bürger hat. Nicht umsonst dominieren auf den oberen vier Rängen die sog. „Anglosphäre“: Großbritannien, Australien, Kanada und die USA.
- Die fortschreitende Digitalisierung unterstützt auch in der Immobilienwirtschaft massiv die Erfassung, Aufbereitung und Analyse von Daten, wodurch eine detailgenaue und aktuellere Bewertung von Immobilienmärkten ermöglicht wird. Die Ergebnisse des GRETI 2016 unterstreichen eindrucksvoll die Fortschritte, welche die Immobilienbranche in dieser Hinsicht weltweit macht. Zu den Verbesserungen der Markttransparenz in vielen Ländern haben im Ergebnis verschiedene Faktoren beigetragen: Initiativen zur Vertiefung der Verfügbarkeit und der Qualität von Marktdaten und der Performance-Maßstäbe, der Erlass neuer Rechtsvorschriften in einigen Ländern, die Einführung höherer ethischer Standards und eine stärkere Verbreitung von Vorschriften und von Instrumenten zum ökologischen Bauen.
- Deutschland (Rang 9) rückt erstmals in die Gruppe „sehr transparenter“ Märkte auf und zeigt dabei gegenüber der Analyse von 2014 Verbesserungen in fast allen Kategorien. Hervorzuheben sind die Verfügbarkeit von Fundamentaldaten (längere Datenreihen, breitere Sektorenabdeckung) und Informationen zum Kreditmarkt (mehr veröffentlichte Daten zu Finanzierungskonditionen und Kreditengagements der Banken). Der Listed Sector ist stark gewachsen: Die Marktkapitalisierung der börsennotierten Immobilien- Gesellschaften hat sich seit 2014 mehr als verdoppelt und mit Vonovia ist erstmals ein Immobilienunternehmen in den Dax aufgestiegen. Aufstrebend ist in Deutschland der PropTec Sektor u.a. mit Unternehmen aus den Bereichen Property Management, Crowdsourcing und Datenlieferung.
- Weitere 20 Länder wurden als „transparent“ eingestuft, die Kategorie, auf die 20% der globalen Immobilien-Investitionen entfallen. Vierzehn dieser 20 Länder liegen in Europa.
- Die schnellsten Fortschritte wurden in den 37 Märkten verzeichnet, die die Kategorie „semi-transparent“ ausmachen. Nichtsdestotrotz gibt es eine deutliche Diskrepanz zwischen dem

Vorhandensein von Vorschriften und deren Umsetzung, insbesondere in Bezug auf die Raumordnung, Vertragsgestaltungen und die Bauvorschriften. Mexiko und die „Alpha-Städte“ Chinas stehen an der Schwelle zum Aufstieg in die Kategorie „transparent“, Indien hat sich auf Grundlage regulatorischer Reformen verbessert. Obwohl es in den Kategorien „wenig transparent“ und „intransparent“ einige Fortschritte gab, haben viele dieser Länder es schwer, voranzukommen.

4.4 Die Zukunft der Immobilien-Transparenz

Der Index zeigt stetige Fortschritte, die auf Bemühungen der Branche und der nationalen Regierungen zurückzuführen sind. Nichtsdestotrotz gibt es noch immer viele Beispiele intransparenter Praktiken, von schlechter Unternehmensführung und des Scheiterns bei der Durchsetzung von Vorschriften mit ernsthaften Folgen für die Gesellschaft, die Unternehmensaktivitäten und die Investitionen. Investoren und Mieter werden Länder meiden, die solche Versäumnisse nicht aktiv bekämpfen und werden stattdessen in transparentere Märkte ausweichen.

Es gibt eine Reihe von Faktoren, die die Immobilien-Transparenz in den nächsten Jahren beeinflussen werden:

- Die Panama-Papiere im Frühjahr 2016 haben zu einem steigenden Druck in Bezug auf die Optimierung des Niveaus der Immobilien-Transparenz geführt und den Kampf gegen die Korruption maßgeblich auf die internationale politische Agenda gebracht. Verfahren zur Offenlegung wirtschaftlichen Eigentums und gegen die Geldwäsche werden im größeren Rahmen und rigorosier umgesetzt. In den nächsten Jahren werden wir wahrscheinlich bei vielen Ländern deutliche Fortschritte bei ihren Bestrebungen nach größerer Transparenz von Unternehmens- und Immobilien-Eigentum sehen.
- Mit dem Einsatz neuer Datenerfassungs-Techniken steigt der Druck auf Immobilien, die Messlatte höher zu legen und eine noch höhere Transparenz zu erreichen. JLL rechnet in den nächsten Jahren mit der Entstehung einer neuen Kategorie: „hyper-transparent“, bei der sensorisch erfasste Daten Eigentümer und Mieter über die Nutzung und Performance von Gebäuden informieren.
- Durch die zunehmende Bekämpfung von Korruption in den wachsenden Mittelschichten der Welt wird die Geschwindigkeit, in der sich Veränderungen vollziehen, zunehmen, insbesondere in den semi-transparenten Ländern. Die sozialen Medien werden dabei helfen, die Aufmerksamkeit auf dieses Thema zu lenken.
- Die Technologie wird weiter voranschreiten und es einigen Ländern ermöglichen, auf dem traditionellen Weg zu mehr Transparenz auch Stufen überspringen zu können. JLL beobachtet bereits, wie dies in Ländern wie Kenia, Ghana und Ecuador geschieht.

- Regulatorischen Reformen wird mehr Bedeutung beigemessen, genauso auch deren Umsetzung, insbesondere in semi-transparenten Märkten, wo derzeit die größte Diskrepanz herrscht.

4.5 Marktsituation in Deutschland in 2017

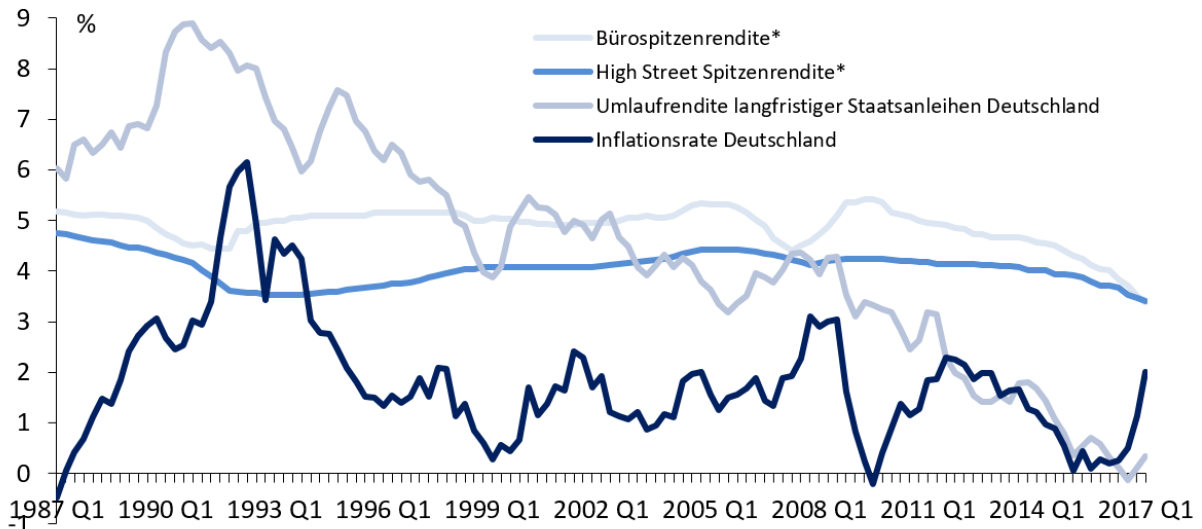
Im März hat die britische Premierministerin den förmlichen Akt des Brexit vollzogen und Artikel 50 der Europäischen Verträge aktiviert. Damit tickt die Ausstiegs-Uhr. Den Verhandlungspartnern bleiben zwei Jahre, um die Handelsbeziehungen zwischen Großbritannien und der EU neu zu regeln. Und die Reaktion der Märkte? Ungeachtet der Brexit-Diskussionen, der neu aufkeimenden griechischen Finanzkrise und der Trumpschen Polterpolitik drehte der DAX wieder deutlich nach oben und strebte in Richtung Allzeithoch. Viel mehr als politische Themen scheint für die Anleger der wirtschaftliche Rahmen im Mittelpunkt ihrer Anlageentscheidungen zu stehen. Und dieser Rahmen ist nach wie vor gut und sogar besser als noch zu Beginn des Jahres erwartet.

Neben dem Brexit gilt es aber, auch die anderen immer noch schwelenden Risikoherde im Auge zu behalten. Für Europa und auch für Deutschland ist dabei insbesondere die Wachstumsschwäche in den Schwellenländern und vor allem in China zu nennen. Ein „hard-landing“ in China hätte viel größere negative Effekte auf die exportorientierte deutsche Wirtschaft und würde sich in deutlich abgeschwächten Wachstumsraten niederschlagen.

Angesichts dieser Risiken hat sich an der Zinsfront zu Beginn des Jahres 2017 keine grundlegende Änderung ergeben. Auch auf der jüngsten Ratssitzung Mitte März hat die EZB weder geldpolitische Änderungen vorgenommen noch angekündigt. Damit bleibt es bei dem im Dezember 2016 festgelegten Fahrplan und der Fortsetzung des Anleihe-Ankaufprogramms bis mindestens Ende 2017. Argumente für die Fortsetzung dieser expansiven Geldpolitik liefert das Thema „Inflation“. Hatten schon einige Experten vor stark steigenden Inflationsraten gewarnt, ist der Preisauftrieb in der EU zunächst einmal gestoppt, da die Basiseffekte in Bezug auf die Preisentwicklung bei der Energie ausgelaufen sind. Dennoch hatten höhere Inflationsraten – zusammen mit den positiven Konjunkturdaten – in den vergangenen Wochen dafür gesorgt, dass Bewegung in die Renditen von Staatsanleihen gekommen ist (vgl. Abbildung 19). So stieg die Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen bis auf knapp 0,5% an. Vor dem Hintergrund eines wieder rückläufigen Preisauftriebs erwarten wir aber kurzfristig keine weiteren signifikanten Renditesteigerungen. Schwankungen sind allerdings nicht ausgeschlossen und stark abhängig von der Qualität des Investmentprofils der entsprechenden Immobilienanlagen. Viel wird im weiteren Verlauf des Jahres davon abhängen, wie die EZB sich ihre weitere Geldpolitik vorstellt, welche Ankündigungen sie im Hinblick auf eine sukzessive Normalisierung verlautbaren lässt und welche Störfeuer von jenseits des Atlantiks sowie

von den anstehenden Wahlen in den beiden europäischen Schwergewichten Frankreich und Deutschland entfacht werden.

Abbildung 19: Zinsen auf weiterhin sehr niedrigem Niveau



Quelle: Büro- und High Street Spitzenrendite, Staatsanleihe und Inflation, Jones Lang LaSalle, 2017.

Bei einem weiteren Anstieg der Verzinsung für Staatsanleihen bleibt aus Immobiliensicht einerseits abzuwarten, ob sich institutionelle Investoren wieder vermehrt dem Anleihemarkt zuwenden. Das würde die Investmentnachfrage an den Immobilienmärkten zwar schwächen, diesen Effekt halten wir aber für verkraftbar. Denn damit würde auch etwas Druck von den Renditen vor allem von Core-Immobilien genommen werden. Außerdem wäre damit keinesfalls eine komplette Abkehr von der Assetklasse Immobilie verbunden. Zum anderen sorgen steigende Zinsen für eine Verkleinerung des Risikoabstandes zu Immobilienrenditen. Dieser Effekt wird verstärkt, wenn gleichzeitig auch die Immobilienrenditen weiter sinken. Und in der Tat ist der Renditeabstand im Verlauf der letzten drei Monate von rund 330 Basispunkten auf aktuell rund 300 Basispunkte gesunken, gleichwohl ein im historischen Vergleich nach wie vor attraktiv hoher Wert.

Der deutsche Gewerbeimmobilien-Investmentmarkt ist im ersten Quartal 2017 mit ungebremsster Dynamik aus den Startlöchern gekommen. Das Transaktionsvolumen der ersten drei Monate summierte sich auf insgesamt 12,6 Mrd. Euro. Das ist das volumenmäßig beste, jemals dokumentierte Quartal zu einem Jahresauftakt und gleichbedeutend einem Plus gegenüber dem ersten Quartal 2016 von fast 60%. Besonders erwähnenswert ist hierbei, dass dieses Ergebnis ohne eine einzige Transaktion im Milliardenbereich erreicht wurde. Der größte Abschluss des Quartals war der Verkauf eines deutschlandweiten Logistik-Portfolios für rund 975 Mio. Euro, gefolgt von Transaktionen allesamt unterhalb der 300 Mio. Grenze. Demgegenüber konnten wir eine außergewöhnliche Dynamik von Transaktionen zwischen 50 und 100 Mio. Euro beobachten. In dieser Größenordnung summierten sich die Transaktionen auf rund 3,2 Mrd. Euro.

Die allgemein und verstärkt in den letzten Wochen und Monaten beklagte Produktarmut im deutschen Markt können wir aktuell nicht mehr bestätigen. Weiterhin überwiegt zwar die Nachfrage und wahrscheinlich wäre das Transaktionsvolumen bei einem größeren Angebot noch höher ausgefallen, aber vermehrt nutzen Verkäufer die derzeit gute Marktlage, um sich von Immobilien zu trennen. Wichtig in diesem Kontext ist aber immer wieder die Feststellung, dass nicht alle am Markt gehandelten Produkte auch einen Käufer finden. Sicherheit, genaue Prüfung und solide Finanzierung sind nach wie vor Kennzeichen des deutschen Marktes, der sich zwar seit 2010 in einem steten Aufwärtstrend befindet, aber noch keine Anzeichen einer Trendumkehr oder gar einer Fehlentwicklung erkennen lässt.

In der Verteilung des Transaktionsvolumens zwischen Einzel- und Portfolioabschlüssen hat sich im ersten Quartal 2017 im Jahresvergleich kaum etwas geändert. Einzeltransaktionen machen rund 72% des Volumens aus, entsprechend waren 28% Portfoliotransaktionen. In der Rangfolge der 10 größten Transaktionen finden sich jeweils fünf Einzeldeals und fünf Portfolios. Dennoch fiel das Wachstum im 12-Monatsvergleich bei Portfoliotransaktionen deutlich höher aus; deren Volumen hat sich mehr als verdoppelt.

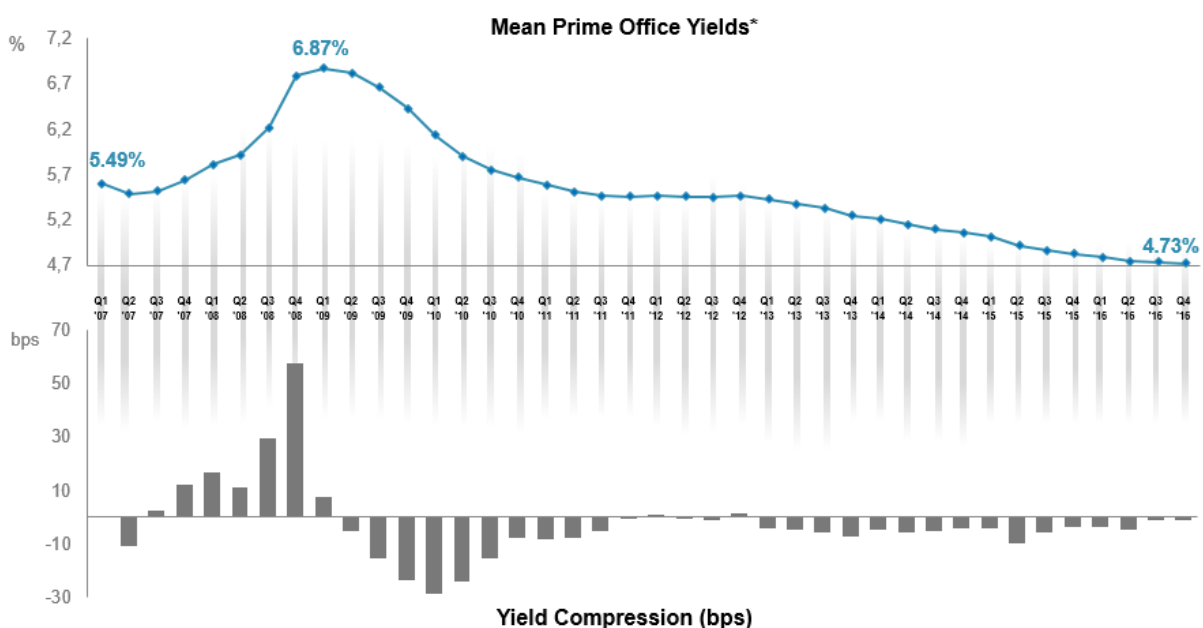
In der Gesamtstatistik des ersten Quartals 2017 entfielen auf die sieben großen deutschen Investmentmärkte Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, München und Stuttgart aggregiert rund 46% des deutschlandweiten Transaktionsvolumens (5,8 Mrd. Euro). In Bezug auf das Volumen sind das zwar 44% mehr als noch im ersten Quartal 2016, aber das unterdurchschnittliche Wachstum macht sich beim Blick auf den relativen Anteil bemerkbar. Dieser sank nämlich um 5%-Punkte auf aktuell 46% oder anders gesagt, der Anteil der nicht A-Städte am bundesweiten Transaktionsvolumen hat in den vergangenen 12 Monaten zugelegt. Ursächlich hierfür sind Transaktionen im dreistelligen Millionenbereich im abgelaufenen Quartal. Ob sich diese aktuelle Bestandsaufnahme als Trend und damit als Risikoausweitung in den nächsten Quartalen verfestigt, bleibt aber noch abzuwarten.

Bei all den Analysen darf nicht vergessen werden, dass es sich nur um eine statistische Momentaufnahme von einem Quartal handelt. Es befinden sich zahlreiche Portfolios und Einzelobjekte aus allen Assetklassen in der Vermarktung oder stehen kurz davor, so dass sich Rangfolgen und Anteile im weiteren Verlauf des Jahres noch verändern können. Aus unserer Sicht wird aber die Dominanz der Big 7 in Bezug auf großvolumige Transaktionen vor allem im Bürosektor bestehen bleiben. Und es wird trotz der gestiegenen Preise keinen „Run“ auf Objekte außerhalb der etablierten Märkte geben. Dennoch erwarten wir im weiteren Jahresverlauf ein steigendes Interesse für nicht A-Städte aufgrund der höheren erzielbaren Renditen.

Büroimmobilien erfreuten sich auch zu Beginn des Jahres größter Beliebtheit bei den Investoren. Rund 5,2 Mrd. Euro wurden in diese Assetklasse investiert, das sind 41% des gesamtdeutschen Transaktionsvolumens. Es folgen Einzelhandelsobjekte mit 18% (2,3 Mrd. Euro) und dann schon Lager-/Logistikimmobilien mit einem Anteil von 16% (2 Mrd. Euro). Das von Investoren in diesen Sektor investierte Kapital hat sich um 140% im Vergleich zum ersten Quartal 2016 und damit signifikant erhöht. Die teilweise nachlassende Dynamik des Vermietungsmarktes im stationären Einzelhandel scheint nicht ohne Spuren am Investmentmarkt vorbeizugehen. Ein Ende des langjährigen Mietwachstums scheint in vielen Städten erreicht und in der Weise, wie E-Commerce negativ auf die Performance von Einzelhändlern wirkt, so positiv sind die Auswirkungen auf die Logistik mit neuen Standort- und Flächenanforderungen. Mischgenutzte Immobilien mit Kombinationen von z.B. Büro und Einzelhandel oder Büro und Wohnen machen rund 11% des Transaktionsvolumens aus, Hotels knapp 9%. Die restlichen 5% entfallen auf Entwicklungsgrundstücke oder Spezialimmobilien.

Die starke Nachfrage hat dafür gesorgt, dass die Anfangsrenditen auch zum Jahresbeginn weiter gesunken sind (vgl. Abbildung 20). Im Mittel über alle Big 7 gaben die Spitzenrenditen für Büroimmobilien gegenüber dem vierten Quartal 2016 um 9 Basispunkte und gegenüber dem ersten Quartal 2016 um 66 Basispunkte auf 3,47% nach. Damit sind Büroimmobilien erstmals teurer als High Street Einzelhandelsimmobilien, für die die Rendite im Schnitt über alle sieben Hochburgen bei 3,48% liegt.

Abbildung 20: Prime Office Yields, 2007-2016



Quelle: Betrachtung der 21 Haupt-Büroimmobilien Standorte, Jones Lang LaSalle, 2017.

Zumindest bis zum Ende des Jahres sehen wir keine Trendumkehr. Büroimmobilien werden sich weiter verteuern und nochmals um voraussichtlich 15 Basispunkte nachgeben. Gepaart mit dem prognostizierten Mietwachstum ergeben sich auch für die Kapitalwerte neue Rekordmarken. So wird ein Quadratmeter Top-Bürofläche im Schnitt über alle sieben Hochburgen am Ende des Jahres 10.500 Euro kosten, ein Anstieg von 11% gegenüber 2016. Mittlerweile haben die Spitzenrenditen aller Städte der Big 7 „Drei“ vor dem Komma und der anhaltende Druck ist vor allem in denjenigen Büromärkten zu spüren, in denen sich die Leerstandsquoten in Richtung 4% oder darunter entwickeln.

Die Renditekompression trifft neben Büroimmobilien in etwas abgeschwächter Form nur noch auf Lager-/Logistikimmobilien zu. Erstmals sanken die Renditen unter die 5%-Marke und erreichten 4,91% im Schnitt über alle sieben Logistikregionen. Einzelne Fachmärkte gaben um 5 Basispunkte auf 5,40% nach, während für Shopping-Center und für Fachmarktzentren nach wie vor 4,00% bzw. 4,90% aufgerufen werden.

In der komplexen Gemengelage zu Beginn des Jahres 2017 ist es schwierig, eine stichhaltige Prognose für das Gesamtjahr 2017 zu treffen. Noch ist z.B. nicht zu erkennen, dass sich Versicherungen oder die große Gruppe der professionellen Fonds Manager wieder von der Assetklasse Immobilie abwenden und sich angesichts leicht steigender Renditen wieder den Anleihemärkten zuwenden. Ein Transaktionsvolumen in der Spanne zwischen 45 und 50 Mrd. Euro erscheint auch für das Gesamtjahr 2017 möglich.

Diejenigen Investoren, die bereits in Immobilien investiert haben, haben bereits von Wertsteigerungen profitiert und haben zudem gute Chancen, in den kommenden Jahren Mietsteigerungen zu realisieren. Angesichts der kräftigen jährlichen Wertänderungen ist das Timing der Investition ein entscheidender Faktor. Diejenigen aber, die jetzt in diesem späten Stadium des Zyklus noch ihren Immobilienanteil im Anlageportfolio erhöhen wollen, konkurrieren in aller Regel mit zahlreichen weiteren Interessenten um das begrenzte Angebot und müssen entsprechend höhere Preise zahlen, um den Zuschlag zu bekommen. Zwar sind Immobilien im Vergleich mit anderen Anlageformen wie etwa Anleihen immer noch attraktiv, allerdings reduziert sich diese komparative Attraktivität zunehmend durch Zinssteigerungen – insbesondere am langen Ende – sowie steigende Kaufpreise. Und professionelle Investoren wie die offenen Immobilienfonds verzichten mangels geeigneter Investitionsmöglichkeiten sogar auf weiteres Anlegergeld, sondieren die Märkte aber weiterhin sehr genau.

Ein Ende des Preisauftriebs ist kurz- und mittelfristig noch nicht abzusehen und wird sicherlich noch so lange anhalten, bis ein Ende der „Null-Zins-Politik“ der EZB zumindest abzusehen ist. Argumente wie das Brexit-Votum, politische Instabilität in Bezug auf die Beziehungen zur Türkei, Wahlen in

Frankreich bzw. die allgemeine Europa-Skepsis und andere (geo-)politische Imponderabilität deuten darauf hin, dass ein Ende der lockeren europäischen Geldpolitik aktuell trotz der klaren Zinswende in den USA nicht absehbar ist. Dies in Kombination mit der daraus entstehenden Unsicherheit treibt Investoren in sichere Anlagehäfen wie Immobilien und hier vor allem in die typischen Core-Büroimmobilien in den Big 7.

4.6 Erinnerungen an 2007/2008 – droht ein ähnlicher Absturz?

Befürchtungen einer wiederholten preislichen Überhitzung und einer daraus resultierenden Verwerfung wie zum Beginn der globalen Finanzkrise um 2007/2008 werden zunehmend diskutiert. Ein wesentlicher Kritikpunkt der damaligen Krise war die mangelnde Aufsicht der Regulierungsbehörden. Seitdem hat sich aber einiges getan und sowohl auf europäischer Ebene wie auch aufgrund der Umsetzung entsprechender Richtlinien in deutsches Recht hat der Gesetzgeber bereits aktiv eingegriffen, um einer drohenden Marktverwerfung entgegenzusteuern. Ein Beispiel hierfür ist das Finanzaufsichtsrechtergänzungsgesetz. Hiermit soll die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) neue Befugnisse erhalten, um künftig gezielt mögliche Gefahren für die Finanzmarktstabilität in Folge einer Immobilienblase abwehren zu können. Dazu gehört unter anderem die Festlegung bestimmter Mindeststandards für die Vergabe von Neukrediten. Hierzu gehörte auch die Umsetzung der europäischen Wohnkreditrichtlinie, die im März in deutsches Recht umgesetzt wurde. Im Kern sind die Banken in der Haftung, wenn sie über die Risiken des Immobilienerwerbs nicht ausreichend aufgeklärt haben. Und: mit dieser Richtlinie gilt, die Rückzahlung des Kredits durch den Kreditnehmer muss über die gesamte Laufzeit wahrscheinlich sein – in einigen Ländern wie UK oder Schweden zahlen die Kreditnehmer meist nur die Zinsen, tilgen aber nicht die Schulden an sich, da man von immer weiter steigenden Immobilienpreisen ausgeht. Banken werden also vorsichtiger und drängen darauf, dass Kunden Sicherheiten vorlegen, deren Werte so hoch sind, dass selbst im Falle eines Falles die Kredite bedient werden können. Diese Richtlinie bezieht sich zwar auf den privaten Immobilienmarkt, wenn man aber bedenkt, dass die Finanzkrise genau hier ihren Ursprung nahm, ist die Bedeutung der Reglementierung nicht zu unterschätzen – zunächst auch unabhängig davon, ob die Regelungen angemessen oder überzogen erscheinen.

Seit Beginn der deutlichen Belebung der Immobilientransaktionsmärkte 2010 nach der globalen Finanzmarktkrise wurde von einigen Experten regelmäßig auf die nunmehr erhöhte Gründlichkeit in den Ankaufs- und Finanzierungsprozessen sowie auf die realistischeren Erwartungen seitens der Investoren an zukünftige Einkommensströme verwiesen. Zusätzlich und auf Basis der Erfahrungen aus der Krise wurde eine gesteigerte Fähigkeit, Risiken zutreffend zu identifizieren und zu managen als weiteres Argument ins Feld geführt. Tatsächlich haben sich die Zeiträume von der Anbahnung

einer Transaktion bis zum tatsächlichen Abschluss erhöht, es werden deutlich mehr Objekt- und Marktinformationen im Vorfeld von allen Parteien gefordert und letztendlich ist auch zu beobachten, dass trotz des Produktmangels nicht alle am Markt platzierten Objekte oder Portfolios einen Käufer finden.

Bei einem Vergleich mit der letzten Krise mag diese Feststellung durchaus zutreffen. Gleichzeitig muss jedoch auch konstatiert werden, dass aufgrund des hohen Wettbewerbs um gute Produkte so mancher Businessplan im Rahmen von Ankäufen durchaus wieder als ambitioniert beziehungsweise in Teilen als „aggressiv“ eingestuft werden kann. Der Due-Diligence Prozess mag in der Summe gründlicher sein, aber die bewusst oder unbewusst eingegangenen Risiken nehmen sukzessive in Bezug auf Core-plus/Value-Add Strategien wieder zu.

Selbiges kann für den Wettbewerb am Bankenmarkt beobachtet werden. Auch hier sind dank Basel III und den Erfahrungen der letzten Krise die Anforderungen an LTVs, DSCR und andere Covenants sowie die Amortisationsvorgaben gestiegen, dennoch nimmt auch hier die Risikobereitschaft im anhaltend positiven Immobilienumfeld langsam wieder zu. Gleichzeitig kann konstituiert werden, dass die hoch-leverage Finanzierungen von 85% plus LTV/LTC Finanzierungen im aktuellen Umfeld immer noch selten sind.

Insgesamt lässt sich derzeit ein Nachfrageüberhang im Investmentmarkt beobachten, der auf verzögerte Anpassungseffekte auf dem Immobilienmarkt im Vergleich zu anderen Sektoren des Kapitalmarktes sowie – generell ausgedrückt – auf den Sicherheits- und Ausschüttungs-aspekt von Immobilieninvestments zurückzuführen ist. Aufgrund der gestiegenen Preise nahm auch in den letzten Jahren die Projektentwicklungstätigkeit wieder zu. Diese Projekte kommen nun sukzessive in die Vermietung bzw. als sogenannte Forward Deals in den Verkauf. Angesichts der sinkenden Leerstandsquoten in den großen Märkten auf Werte teilweise unter 5% reicht dieser Nachschub an neuen Flächen allerdings oftmals nicht aus, um die große Nachfrage nach modernen Büroflächen zu decken. Eine spekulative „Neubauschwemme“ ist kurzfristig nicht auszumachen.

Ein deutlicher Unterschied kann in Bezug auf das geopolitische Umfeld im Vergleich zur letzten Krise konstatiert werden. Aktuell sind hier wie oben bereits ausgeführt signifikant, höhere Gefahrenpotenziale feststellbar. Unabhängig von möglichen Verwerfungen, die sich aus diesen auch für die Immobilienwirtschaft ergeben könnten, muss jedoch auch festgehalten werden, dass entsprechende geopolitische Risiken gleichsam auch Treiber einer Allokation in Grundbesitz internationaler wie nationaler Investoren darstellen können.

Aus heutiger Sicht ist ein bewusster Umgang mit Zinsänderungsrisiken ein zentraler Aspekt eines nachhaltigen Investment Management. Ein massiver (mehr als 75 Basispunkte) und vor allem

unkontrollierter Anstieg der langfristigen Zinsen hätte negative Auswirkungen auf die gesamte Immobilienkonjunktur. Marktteilnehmer favorisieren vor diesem Hintergrund zunehmend den Abschluss mit längeren Zinsfestschreibungen. Neben einem langfristigen Fixzins bieten die Kreditgeber heutzutage hierzu eine breite Auswahl an möglichen Zinssicherungsinstrumenten in Abhängigkeit der individuellen Einschätzung der Zinsentwicklung, der eigenen Risikoaversion beziehungsweise -affinität und der präferierenden Finanzierungslaufzeiten. Hierzu zählen Caps (optionale Zinssicherung), Payer Swaptions (optionale Festsatzsicherung), Payer Swaps (Festsatzsicherung) und Futures beziehungsweise Options, also sogenannte Forward-Deals. Wie in jedem Zinsumfeld muss sich das Management jedoch jeweils unternehmensspezifisch strategisch geschickt positionieren, um den Zinsänderungsrisiken entsprechend begegnen zu können.

Aspekte wie die Frage nach dem optionalen Zeitpunkt für den effektiven Erwerb von Sicherungsinstrumenten (Stichwort: kritischer Marktzinssatz) oder aber die Notwendigkeit, die Flexibilität der Handelbarkeit des Portfolios nicht durch zu viele Fixzinsgeschäfte zu stark einzuschränken, sind nur einige der Stichworte, die in diesem Kontext bedacht werden müssen. Ausgehend von der Risikoeinstellung und Erwartungshaltung des Managements in Bezug auf die zukünftige Zinsentwicklung werden Strategien aus Zinssicherungsinstrumenten und weiterführenden risikomindernden Instrumentarien entwickelt und umgesetzt, die die Marktteilnehmer der Immobilienwirtschaft für eine mögliche Zinswende „rüsten“ können. Hierzu zählen u.a.:

- Nach Möglichkeit längere Festschreibung der (Fix-)Zinskondition,
- Verringerung der Fremdfinanzierungsquote (LTV/LTC) und erhöhter Eigenkapitaleinsatz,
- Diversifikation der Zinsbindungsfristen im Portfolio,
- Steuerung der Hedgingquote in Abhängigkeit des Chancen-Risiko-Profiles,
- Diversifikation der Finanzierungsinstrumente,
- konservative Annahmen für die Anschlussfinanzierung im Rahmen von Financial Modelling,
- Kontrolle der Zinsänderungsrisiken und des Einflusses von Marktrisiken auf Covenants in Stresstests und Szenariorechnungen.

Nachdem das Zinsänderungsrisiko eines der wesentlichen Risiken für Immobilienunternehmen und Investoren mit hohem Fremdkapitalanteil darstellt, ist die Immobilienwirtschaft trotz einer verhaltenen Zinsänderungsprognose und trotz des aktuell hohen Eigenkapitaleinsatzes gut beraten, durch geeignete Vorsichtsmaßnahmen und Stresstests diese Risiken sinnvoll zu steuern beziehungsweise proaktiv zu reduzieren. Hierdurch wird es möglich sich bewusst auf eine mögliche negative Marktkorrektur oder einen konjunkturellen Abschwung vorzubereiten.

4.7 Fokus Cross-Border: Ist Deutschland schon international?

Auf Seiten der Investoren zeigt sich, dass der deutsche Immobilien-Investmentmarkt international hohes Vertrauen genießt. Im laufenden Jahr 2016 legte der Anteil ausländischer Investoren auf 45% zu, nachdem er im Krisenjahr 2009 auf 12% zurückgegangen war. Im Mittel lag der Anteil ausländischer Investoren in Deutschland im Zeitraum 2007-2015 im Segment der institutionellen Transaktionen bei 43%. Die Schwankungsbreite ist dabei von den erwähnten 12% im Jahr 2009 bis zu 68% im Boomjahr 2007 sehr hoch.

In der Hausse 2006/2007 handelte es sich bei den ausländischen Investoren zumeist um Private Equity Gesellschaften. Diese sammeln außerhalb der Börsen Beteiligungskapital für Immobilieninvestments. Sie verfolgen generell eine opportunistische Anlagestrategie, die auf Wertsteigerungen und damit einen flexiblen Exit gerichtet ist. Zur Steigerung der Eigenkapitalrendite nutzen diese Gesellschaften den Leverage-Effekt, was zu hohen Anteilen von Fremdkapital bei der Finanzierung von Objekten führt. Voraussetzung hierfür ist eine Marktkonstellation, in welcher die Gesamtkapitalrendite größer als die Fremdkapitalzinsen ist und der Cash-Flow des Objektes ausreicht, um die Verbindlichkeiten zu bedienen. Gerade der deutsche Immobilienmarkt mit seinem stabilen gesamtwirtschaftlichen Umfeld und der dynamischen Preisentwicklung von Core und Core-Plus-Immobilien an den A-Standorten ist für Private Equity Gesellschaften daher ein äußerst attraktiver Zielmarkt.

In der aktuellen Aufschwungphase seit 2010 sind überwiegend eigenkapitalstarke Investoren im Markt aktiv. Diese sind nicht in jedem Fall auf entsprechende Fremdfinanzierungen angewiesen. Rein aus Markt- und Zyklussicht ist diese Entwicklung insofern positiv zu bewerten, da sowohl die restriktivere Kreditvergabe der Banken als auch die hohen Eigenkapitalquoten der Investoren die Märkte vor einem ähnlichen gefährlichen Boom wie 2006/2007 bewahren könnten. In der aktuellen Zyklusphase stehen darüber hinaus die immobilienwirtschaftlichen und ökonomischen Fundamentaldaten wesentlich stärker im Vordergrund. Diese Feststellung gilt für einheimische und ausländische Investoren gleichermaßen, auch wenn der Anteil der einheimischen Investoren immer noch mehr als die Hälfte des investierten Volumens ausmacht. Noch höhere Transaktionsvolumina und noch deutlich höhere Anteile ausländischen Kapitals wären demzufolge eher Anzeichen einer ungesunden und rein kapitalmarktorientierten Entwicklung. Hinzu kommt, dass sich viele internationale Investoren auf sehr großvolumige Immobilien fokussieren, um Aufwand und Transaktionskosten in einem angemessenen Verhältnis zu halten. Dies belegt der Blick auf die Statistik der Jahre 2015/2016: der Anteil ausländischer Investoren am Transaktionsvolumen beider Jahre zusammen lag bei diesen großvolumigen Deals von mehr als 100 Mio. Euro bei 65%. Und

gerade in diesen Größensegmenten herrscht eine Produktknappheit und nicht alle Investitionswünsche können somit befriedigt werden.

Für Deutschlands Gewerbeimmobilien wird in Bezug auf mögliche Käufer immer noch enormes Potenzial insbesondere in Asien gesehen. Zukünftig wird ein signifikanter Anstieg des Kapitalstroms aus dieser Region erwartet. Zwei Beispiele mögen die zukünftige Bedeutung unterstreichen. Bsp.1: vier der zehn größten Staatsfonds der Welt kommen aus China, zwei weitere aus Singapur. Zusammen verfügen diese über ein Anlagevermögen von rund 2 Bio. US-Dollar. Bsp. 2: mit steigendem Wohlstand wächst auch das private Vermögen in diesen Ländern. Wirtschaftsexperten erwarten, dass im Jahr 2022 allein in China das inländische Sparvolumen auf 14 Bio. US-Dollar anwachsen wird, das wären dann fast 40% des globalen privaten Sparvolumens (zum Vergleich: die USA käme auf einen Anteil von 12%). Dieses Kapital wird den Druck auf institutionelle Fonds-Manager sowie Versicherungen und Pensionskassen erhöhen und auf der Suche nach renditeträchtigen Anlagen werden Immobilien einen gewichtigen Anteil an der Kapitalallokation haben. Natürlich bleiben auch die nordamerikanischen Investoren weiterhin aktiv, auch hier tauchen immer neue immobilien-affine Pensionsfonds auf, die auch in Europa investieren wollen. Es bleibt aber abzuwarten, wie sich die sukzessiven Zinserhöhungen in den USA auswirken werden, und ob sich demzufolge US-amerikanische Investoren dann zunehmend auf einheimische Immobilien fokussieren werden. Noch ist von einer solchen Entwicklung allerdings nichts zu spüren.

Ungeachtet des hohen Transaktionsanteils ausländischer Marktteilnehmer steht Deutschland mitnichten vor einem Ausverkauf an ausländische Investoren. Das gilt weder für Gewerbe- noch für Wohnimmobilien. Hier werden medial teilweise Ängste geschürt, die sachlich grundlos sind. Denn eines wird dabei vergessen: ausländische Investoren investieren nicht nur; sie trennen sich auch von Immobilien. So haben z.B. ausländische Investoren im Zeitraum 2010 bis 2016 zusammen eben nicht nur für 110 Mrd. Euro eingekauft, sondern gleichzeitig auch für rund 100 Mrd. Euro Immobilien verkauft: saldiert wurden somit weniger als 1 Mrd. Euro Immobilienbestand effektiv neu aufgebaut.

4.8 Exkurs: Was machen chinesische Investoren?

Neben der Annahme einer grundsätzlichen Ausweitung der Risikobereitschaft aller Investorentypen wird erwartet, dass ausländische Investoren – allen voran chinesische – ihr Engagement in Deutschland deutlich ausbauen. In einer JLL-Investorenbefragung glaubten die Befragten sogar, dass Investoren aus dem Reich der Mitte bereits 2015 die nordamerikanischen Investoren von der Spitze der Käufer verdrängt haben sollten. Das mag von einem verzerrten Meinungsbild zeugen. Denn noch spielen weder asiatische, noch im speziellen Chinesen am deutschen Investmentmarkt

eine entscheidende Rolle. Noch nicht einmal ein Prozent betrug der Anteil chinesischer Investoren am Transaktionsvolumen von ausländischen Investoren der Jahre 2010 bis Q1 2017. Überwiegend findet chinesisches Kapital den Weg nach Deutschland immer noch über lokale Partner und Asset-Manager. Mittelfristig, nach der Platzierung erster erfolgreicher und größerer Transaktionen, werden wir auch eine Zunahme der direkten Abschlüsse sehen. Kurzum: Schon lange angekündigt; aber immer noch nicht angekommen. So könnte man die Aktivitäten chinesischer Investoren in Deutschland charakterisieren. Seit 2010 haben wir bislang nicht einmal 30 Transaktionen registriert, die direkt von chinesischen Investoren getätigt wurden bzw. wo eindeutig nachzuvollziehen war, dass das Investitionskapital aus dem Reich der Mitte stammte. Natürlich ist die Dunkelziffer gerade bei chinesischen Investoren sehr hoch, da sie häufig sehr diskret agieren. Viel wird davon abhängen, wie sich die rechtlichen Gegebenheiten in China selbst entwickeln werden und wie sich die aktuellen geopolitischen Herausforderungen auf die Investitionsstrategien auswirken werden. Auf der anderen Seite mehren sich die Anzeichen einer Wirtschaftskrise in China. Die Landeswährung Yuan wurde mehrfach abgewertet und der Börsenhandel musste zweimal nach heftigen Kursstürzen ausgesetzt werden. Eine Krise in China dürfte auch erhebliche Auswirkungen auf den deutschen Immobilienmarkt haben. Neben den negativen volkswirtschaftlichen Effekten kann auf der anderen Seite eine inländische Wirtschaftskrise in China dazu führen, dass sowohl institutionelle als auch vermögende Privatanleger bzw. Family Offices ihr Kapital in sogenannte „Safe Havens“ – wie Deutschland – umallokieren. In der Vergangenheit haben sich chinesische Investoren häufig nach Australien, Kanada oder London orientiert. Die Preise sind jedoch im Vergleich zu Deutschland in diesen Märkten intensiver gestiegen, weshalb Deutschland im komparativen Vergleich – und trotz der starken Renditekompressionen der jüngsten Vergangenheit – immer noch „günstig“ erscheint. Die Investoren aus Fernost treffen auf einen Immobilienmarkt, der sich unter anderem getrieben von steigenden Baukosten mittlerweile seit Jahren in einer Hochpreisphase befindet und bereits von einem großen Nachfrageüberhang geprägt ist. Diese Entwicklung würde sich damit weiter verstärken und Renditen in allen Assetklassen kämen noch weiter unter Druck.

Die drei Hauptzielregionen für chinesische Investoren sind die USA, Australien und Europa. Der überwiegende Großteil der Investitionen fließt in eine vergleichsweise kleine Anzahl von Metropolen und internationale „Gateway Cities“. Mit Blick auf die USA sind dies New York, San Francisco, Los Angeles und Chicago. In Europa dominiert London das Marktgeschehen. Der Hauptgrund für die Bevorzugung der weltweiten TOP-Metropolen ist die Tatsache, dass die chinesischen Investoren beim Aufbau ihrer Portfolios zunächst auf sichere, transparente und hochliquide Märkte setzen. Der Einstieg in diese Märkte ist angesichts des relativ größeren Objektangebots einfacher und der Ausstieg bei Bedarf weniger riskant.

Noch sind große chinesische Investoren wie Anbang Insurance, China Overseas and Investment Ltd., Fosun, Gemdale, Greenland Group, PICC, Pingan, Reignwood, Vanke oder Xinyuan Real Estate nur eingeweihten Spezialisten ein Begriff. Dies kann sich jedoch schnell ändern. Zumal vier der weltweit zehn größten Staatsfonds ihren Ursprung in China haben. Drei davon sind sogar unter den TOP 5 nach Anlagevermögen. Auch die Privatinvestoren verfügen über immense Mittel und dürften zukünftig vermehrt in Immobilien auch außerhalb ihrer Heimat investieren.

Derzeit treten besonders die chinesischen Projektentwickler wie *Greenland*, *Vanke* oder *Wanda* als Wegbereiter in Erscheinung. Die Strategien sind dabei unterschiedlich. So hat *Greenland* eigenständig substanzielle Investitionen in Los Angeles, New York, Sydney und London getätigt. *Vanke* setzt dagegen bevorzugt auf Joint Ventures mit lokalen Partnern. Eine weitere wichtige Investorengruppe sind Versicherungen. Hier traten insbesondere *China Life* und *Pingan Life* in Erscheinung. Ein Blick in die Bilanzen entsprechender Versicherungskonzerne lässt erwarten, dass mit einem noch stärkeren Engagement dieser Akteure zu rechnen ist. Die dritte Gruppe sind äußerst wohlhabende Privatinvestoren, neudeutsch „Ultra High Net Worth Individuals“. Diese sind durchaus in der Lage, sich gegen institutionelle Anleger durchzusetzen und tun dies bevorzugt bei herausragenden sogenannten „Trophy Buildings“.

Können die deutschen Metropolen vor diesem Hintergrund also auf vermehrte chinesische Investments setzen? Trotz möglicher negativer Brexit-Effekte werden sie zwar nicht mit London wetteifern können, aber das chinesische Investitionspotenzial auf dem deutschen Investmentmarkt wird als sehr hoch eingeschätzt. Schon im letzten Jahr lag der Anteil internationaler Investoren nach der Anzahl der Gebote hierzulande bei drei Vierteln – nicht zuletzt auch wegen asiatischer und chinesischer Bieter, die letztendlich aber (noch) nicht zum Zuge gekommen waren. Besonders von den genannten TOP-Investorengruppen dürfen wir künftig vermehrte Aktivitäten erwarten. Vor allem Büro- und Hotelimmobilien werden hiervon profitieren. Bei den Städten werden Berlin mit dem Hauptstadt-Bonus und Frankfurt als EZB-Standort und Handelsplatz für Geschäfte in Renminbi im Fokus stehen.

4.9 Bedeutung lokaler Investment und Asset Management Partner im Kontext globaler cross-border Investitionen

Deutschland als Investitionsstandort ist ein solider und der begehrteste Markt innerhalb Europas, auf dem die Immobilienveranlagung von einer wachsenden Gruppe an globalen „cross-border“ Investoren heiß umkämpft ist.

Die nationalen Rentenfonds von Norwegen, Australien, dem Mittleren Osten und Kanada sind ein gutes Beispiel dafür. Vor zehn Jahren lagen die Immobilieninvestitionen dieser Marktteilnehmer

nahezu bei null oder waren Teil der rein indirekten Anlagestrategie und nähern sich heutzutage der Marke von 5 bis 10% des verwalteten Vermögens (Tendenz steigend). Dabei wächst das Veranlagungsvolumen kontinuierlich: Weltweit kommen laut LaSalle Investment Management 10 Bio. US-Dollar zusammen. Sollte sich dieser Trend fortsetzen, würde auch nur eine Ein-Prozent-Zunahme des Immobilienanteils bedeuten, dass jährlich weitere 100 Mrd. US-Dollar unmittelbar in die Immobilienkapitalmärkte fließen würden.

Neben den Staats- und den Rentenfonds machen die hochvermögenden Privatkunden (UHNWIs = Ultra High Net Worth Individuals) den traditionellen Immobilieninvestoren das Leben schwer und beanspruchen für sich eine zunehmende Zahl an „Trophäen“-Immobilien. Das General Motors-Gebäude in New York, der Gherkin in London und das Pariser Marriott Hotel Champs-Élysées sind nur einige Objekte, welche durch Privatinvestoren erworben wurden. Die Investitionsgründe von UHNWIs können komplex und zahlreich sein. Kapitalerhalt spielt dabei oftmals eine zentrale, jedoch bei weitem nicht die einzige Rolle.

„Think global act local!“ - Trotz des zunehmend globalen Charakters des weltweiten Immobilienmarktes und der erheblichen Zunahme grenzüberschreitender Investitionen ist lokales Wissen und Marktzugang ein kritischer Erfolgsfaktor für die Umsetzung der Investment- und objektbezogenen Immobilienstrategien: Der grenzüberschreitende Kapitalfluss ändert nichts daran, dass es sich bei Immobilien um ein lokales Geschäft mit oftmals lokalen Nutzermärkten handelt.

Die Einbindung eines (eigenen) Teams „vor Ort“ respektive eines lokalen Asset-Management Partners sind daher unerlässlich. Die Bildung eines internen Investment- und Asset Management-Teams im jeweiligen Teilmarkt stellt eine der Möglichkeiten dar, die jedoch zeit- und (fix-)kostenintensiv ist und sich daher nur für eine eher geringe Anzahl von globalen Investoren eignet. Die attraktivere Option bietet häufig eine Partnerschaft mit einem vertrauensvollen Investment- und Asset-Management-Partner, der über umfassendes Fachwissen verfügt, die lokalen „Spielregeln“ kennt sowie zu zentralen Akteuren aktive Beziehungen pflegt. Lokale Partner sind somit oft unverzichtbar, um attraktive Investitionsmöglichkeiten zu identifizieren und anhand ihrer guten Marktreputation „anzubinden“ sowie nach erfolgter Transaktion die Realisierbarkeit der definierten Business-Pläne zu gewährleisten. Eine starke lokale Präsenz und/oder ein Managementpartner stellt für die globalen Investoren auch eine zentrale Voraussetzung für ein effektives Risikomanagement dar.

Für eine gründliche Due-Diligence-Prüfung und die Bewertung der Qualität von Investment-opportunitäten, sowohl in physischer als auch in immaterieller Hinsicht, sind lokale Partner in der Regel am besten geeignet, den Due-Diligence-Prozess zu koordinieren, zu kontrollieren und bei der Interpretation der Erkenntnisse aus diesem zu unterstützen. Externe Berater müssen schnell

identifiziert und (basierend auf ihren spezifischen Know-how, Referenzen, Kosten-/Nutzen-Analyse und der Fähigkeit, Transaktionsfristen usw. gerecht zu werden) beauftragt sowie gesteuert werden, was eine ernsthafte Herausforderung für die ausländischen Spieler darstellen kann, insoweit sie keinen lokalen „Footprint“ belegen können. Dem Asset-Management-Team mit seinen lokalen Beziehungen und dem Wissen kommt auch eine Schlüsselrolle bei dem Akquisitionsprozess, der Durchführung der Finanzmodellierung, dem Kostenmanagement und der Umsatz-/Wertsteigerung zu.

5. Vom Leben mit Risiko – Risikoanalyse europäischer Gewerbeimmobilieninvestments bis 2020

Dr. Thomas Beyerle, Catella Property Valuation GmbH

5.1 Risiko – zunächst eine Wahrnehmungsperspektive

Bei Diskussionen im aktuellen Umfeld bekommt man den Eindruck, dass viele Gesprächspartner ein gefühltes höheres Risiko in ihrem Leben wahrnehmen. Argumentativ begründet wird dies mit dem Blick auf die Weltpolitik, beim Hören der Nachrichten oder bei der näheren Betrachtung der eigenen Branche („Immobilienblase“), in der sie tätig sind. Bei dem daraufhin stattfindenden Prozess der Meinungsbildung fließen jeweils individuell unterschiedliche Informationen ein. Die Frage nach einer erwarteten Rendite können definitiv mehr Menschen beantworten als die Frage nach dem damit verbundenen Risiko. Hieraus leitet sich die Arbeitshypothese ab, dass es wohl selten in der jüngeren Vergangenheit eine größere Herausforderung für die Immobilienbranche war, die künftige Entwicklung treffsicher einzuschätzen, als in der aktuellen Situation. Gerade weil die Immobilienmärkte und Akteure heutzutage über ein viel höheres Transparenzniveau verfügten als zum Zeitpunkt der letzten Boomphase zwischen 2005 und 2008: Wie geht man folglich in diesem Marktumfeld mit dem absolut Unvorhergesehenen, dem sogenannten „Black Swan“ um? Wie lässt sich – zumeist mathematisch – die Sensibilität für unwahrscheinliche Ereignisse erhöhen, also der sogenannten „Fattails“, die äußeren Ränder einer statistischen Verteilungsfunktion?

5.2 Ergeben viele kleine Risiken ein Großes?

Die Frage nach „dem Risiko“ lässt sich folglich kaum beantworten, weil man es hier mit einem sehr vielschichtigen Thema zu tun hat, das sich zwar individuell messen lässt, aber keiner eindeutigen Definition unterliegt. Auch Immobilieninvestoren geht es nur zum Teil besser. Was ist also mit dem Risiko gemeint, wenn viele Unternehmen aktuell verkünden, dass die „Risikogewichte im kommenden Geschäftsjahr neu verteilt werden“ oder „die Immobilienmärkte uns zwingen, das Risiko neu zu überdenken bei Investitionen in B-Standorten?“

Ist die Addition von vielen kleinen Risiken in der Summe also ein großes – folglich kaum zu bewältigendes – Risiko? Sicher können auch einzelne Märkte und Volatilitäten sich nicht zwingend immer „ausgleichen“. Eine (paneuropäische-) Risikodiversifikation ist also kein Automatismus einer erfolgten regionalen Streuung der Veranlagung.

Wichtiger im aktuellen Umfeld sind aber vermutlich Risikopotentiale, die ggf. nur eine geringe Eintrittswahrscheinlichkeit, jedoch hohe negative Implikationen für Werte und Renditen entfalten

könnten. Hiervon gibt es im aktuellen Marktumfeld zunehmender geopolitischer Herausforderungen genügend „unerwartete“ Themenfelder.

5.3 Risikomaße – Normalverteilungsmaße als Norm

„Fattails“ sind – im Gegensatz zur herkömmlichen Übersetzung - die äußeren Ränder einer statistischen Verteilungsfunktion. Zumeist liegt der Rendite-Risiko-Modellierung die weit verbreitete Normalverteilungsannahme (Gauß'sche Glockenkurve) zu Grunde. Allerdings wird durch diese Annahme das Vorliegen von „fattails“ und damit der Eintritt von Extremrisiken oft verzerrt dargestellt. Der in jüngster Vergangenheit die Finanz- und Immobilienindustrie am heftigsten heimsuchende „schwarzer Schwan“ gilt seit 2008 als eine Metapher für extrem unwahrscheinliche Ereignisse, die plötzlich doch schlagend werden. Und das, obwohl die sogenannten Fattails, also die Randwerte bekannt und transparent waren. Die Eintrittswahrscheinlichkeit derselben wurde aber als sehr gering eingestuft. Dies ist der Kern einer Vielzahl der Aussagen von institutionellen Anlegern, welche angaben, in der Vergangenheit regelmäßig im Rahmen ihrer Asset-Allokation die Häufigkeit und die Schwere von Extremrisiken falsch eingeschätzt zu haben. Der Grund ist darin zu sehen, dass die Gauß'sche Glockenkurve solche „höchst“ unwahrscheinlichen Ereignisse unterschätzt. Dennoch halten etliche Unternehmen an dem Normalverteilungsdogma fest, indem sie innerhalb der gängigen Modelle denken und sich den Dogmen verpflichtet fühlen.

Veränderungen gestalten sich eher zäh, zumal nicht nur die gängigen Risikokennziffern (z.B. Value at Risk (VaR)¹³), sondern auch innovative Ansätze oftmals an der dafür notwendigen Datenverfügbarkeit scheitern. Es wäre somit ein interessanter Schritt historische Marktdaten nicht zwanghaft an eine Normalverteilungsfunktion zu fitten, sondern auch andere – in der Statistik bekannte – Verteilungsfunktionen in Erwägung zu ziehen.

Defizite bestehen in der Branche somit nicht selten in Bezug auf das eigene Risikomanagement. Regulatorische Anforderungen sind in der jüngsten Vergangenheit gestiegen; diese nur zu erfüllen wird jedoch vermutlich nicht reichen, um die unternehmerischen Risiken eines pan-europäischen Investors effektiv zu managen. Risikomanagement darf sich nicht in Modellen erschöpfen, die faktisch eine Sensitivitätsanalyse der Variation von Renditen und Mieten in einer Bandbreite von +/- 10% des Status Quo darstellen.

¹³ Definiert wird der Value at Risk als der absolute Wertverlust einer im Unternehmen definierten Risiko-Position, der mit einer zuvor definierten Wahrscheinlichkeit (Konfidenzniveau) nicht überschritten wird. Der Verlust kann als absoluter Betrag in einer bestimmten Währung oder als Rendite dargestellt werden.

5.4 Gewählte Verteilungsfunktion beeinflusst Risikokennzahl

Catella Research hat sich mit dieser Herausforderung beschäftigt. Analytisch wird zunächst dargestellt, ob die klassische Normalverteilungsannahme im Wesentlichen die Empirie widerspiegelt oder sich das Risikomanagement der Immobilienwirtschaft einer neuen Form der Risikomessung zuwenden sollte. Zumal viele Investitionsentscheidungen letztlich auf einem Bündel von differenzierten Informationszuständen basieren, welche – aufgrund der Komplexität und oftmals Korrelation – nur unzureichend rational bewertet werden können. Dieses Risiko um welches es im Folgenden geht, ist dabei nichts anders als eine Ausfallwahrscheinlichkeit der Mehrdimensionalität. Sie wird mathematisch messbar gemacht und als sogenannte Rendite auf eine Zahl verdichtet.

Catella Research hat mit der folgenden Untersuchung eine Risikoanalyse europäischer Gewerbeimmobilieninvestments bis 2020 durchgeführt – und möchte damit auch Dogmen aufbrechen. Die Untersuchung wird anhand eines klassischen europäischen Gewerbe-Portfolios modelliert, welchem 28 europäische Metropolen und die Nutzungsarten Büro und Einzelhandel zugrunde liegen. Als Darstellungsform wurde eine Renditeanalyse im Kontext von mehrdimensionalen Risiken wie VaR und Volatilität¹⁴ gewählt, welche den Prognosezeitraum 2016-2020 aufnimmt.

Durch die Messung der vier zentralen Momente der Verteilung (Erwartungswert für den Total Return¹⁵, Volatilität, Schiefe¹⁶ und Kurtosis¹⁷) wurden die Zufallsvariablen ermittelt und ein VaR auf Basis der Zeitreihe von Zufallsvariablen generiert. Die Gewichtung im Multi-Asset Portfolio auf Länderebene erfolgte mittels Retail und Office im Verhältnis 50%-50%. Grundlegende Erkenntnis: der europäische Gewerbemarkt bietet eine gute Basis zur langfristigen Renditegenerierung, was der Total Return Index eindrucksvoll demonstriert (vgl. Abbildung 21).

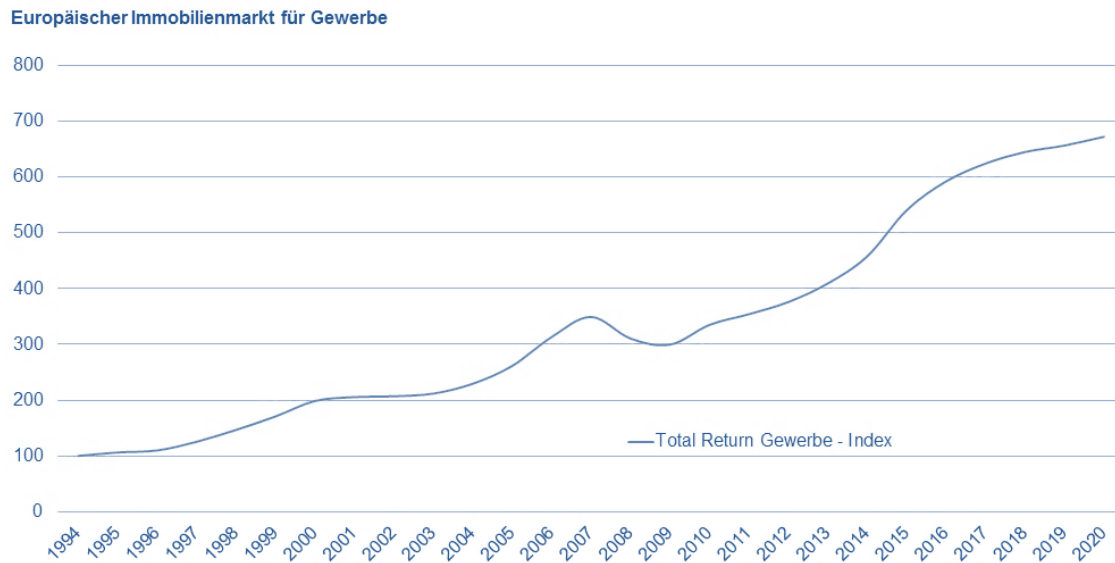
¹⁴ Die Volatilität ist hier definiert als die Standardabweichung der Veränderungen (auch Renditen, Returns) des betrachteten Parameters und dient häufig als Risikomaß.

¹⁵ Unter Total Return versteht man die Gesamtrendite einer Anlage. Die Gesamtrendite beinhaltet Wertzuwächse und Mieterträge bzw. Ausschüttungen über einen bestimmten Zeitraum. Der Total Return als Erwartungswert ist das erste zentrale Moment einer Verteilung.

¹⁶ Die Schiefe (Skewness) ist ein Maß für die Symmetrie einer Verteilung. Da die Normalverteilung symmetrisch ist, weist die Gauß'sche Glockenkurve für die Schiefe einen Wert von null auf.

¹⁷ Die Abweichung des Verlaufs einer Verteilung vom Verlauf einer Normalverteilung wird Kurtosis (Wölbung) genannt. Sie gibt an, wie spitz die Kurve verläuft.

Abbildung 21: Total Return für europäische Gewerbeimmobilieninvestments



Quelle: Property Market Analysis (PMA), Berechnung & Konstruktion: Catella Research 2016.

Ein solch modellhaftes europäisches Immobilien-Portfolio weist einen durchschnittlichen Total Return – das zentrale erste Moment der Renditeverteilung – von 7,9% p.a. auf. Als Top-5-Outperformer sind historisch vor allem die Metropolen Dublin (12,7%), Lyon (10,6%), Marseille (10,2%), Paris (9,8%) und Barcelona (9,8%) zu nennen (Zeitraum hier: 2016-2020). Unter den letzten sechs Städten sind fünf deutsche Städte vorzufinden: München (6,3%), Köln (5,6%), Hamburg (5,4%), Frankfurt (5,4%) und Berlin (5,2%). Das Sextett komplettiert die Stadt Helsinki mit einem historischen jährlichen Total Return von 5,9%.

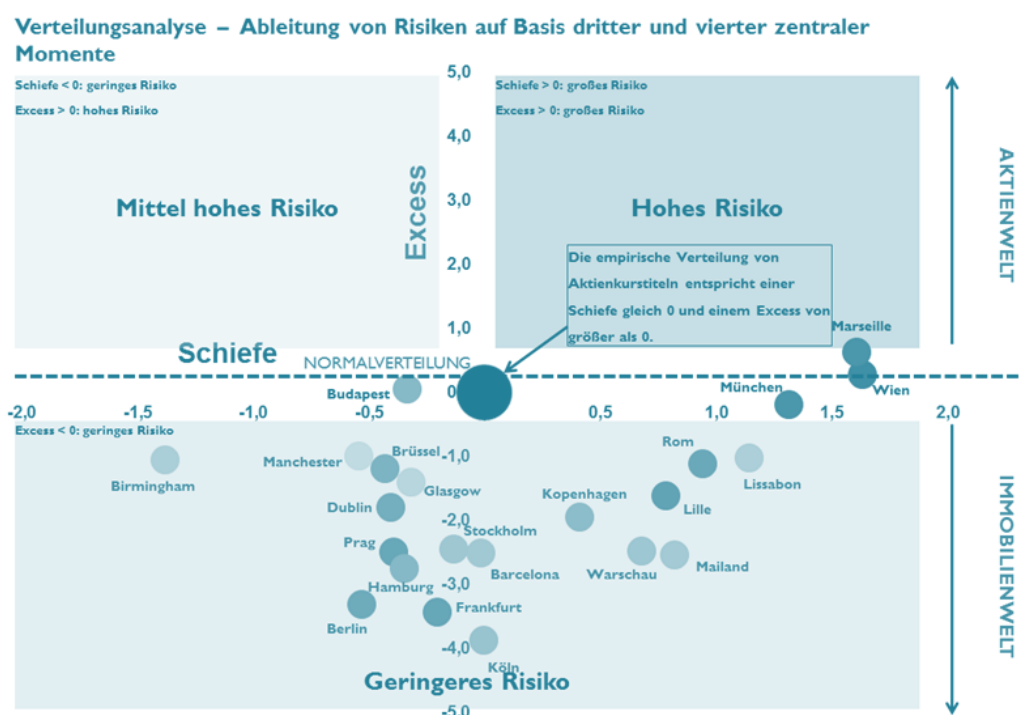
Doch wer über keinen langen Atem verfügt, um Marktabschwungsphasen einmal auszusitzen, könnte enttäuscht worden sein. Bei Betrachtung der durchschnittlichen Volatilität bzw. Standardabweichungen – das zweite zentrale Moment einer Verteilung – wird deutlich, dass Rendite und Risiko spiegelbildlich zwei Seiten derselben Medaille darstellen. Die vier deutschen Städte (Köln: 4,9%, Hamburg: 5,7%, Frankfurt: 6,8% und München: 7,2%) und Helsinki (6,4%) als Underperformer weisen in dieser Zukunftsbetrachtung die vergleichsweise geringsten Risiken auf.

Risiko ist die Möglichkeit oder Wahrscheinlichkeit eines unerwünschten Ereignisses, das zu einem Schaden bzw. ökonomischen Verlust führt. Diese Begriffsbestimmung ist in der Immobilienwirtschaft allgegenwärtig und wird im Allgemeinen durch die Ermittlung des zweiten zentralen Moments – der Volatilität – bereits gut abgebildet. Risiken können jedoch durch Anwendung empirischer Methoden als eine Wahrscheinlichkeitsverteilung bezüglich der Realisation eines Phänomens modelliert werden. Aus diesen Verteilungen können weitere Erkenntnisse zur Gefährdung abgeleitet werden. Damit reicht im Ergebnis der Gebrauch der Volatilität nicht mehr

zur vollständigen Risikobeschreibung aus. Es gilt die dritten & vierten Momente und Risikomaße wie den Value at Risk (VaR), welche explizit Verteilungsannahmen nutzen, in die Analyse einzubeziehen.

Die Konstruktion des VaR beruht in den meisten Risikomodellen auf der Normalverteilung, welche wiederum durch Werte für Schiefe (drittes zentrales Moment) und Kurtosis (Wölbung, viertes zentrales Moment) von jeweils „Null“ charakterisiert sind. Abweichungen liegen insbesondere für den Excess¹⁸ vor, welcher den Grad der „fattails“ quantifiziert. 24 der 28 analysierten Metropolen weisen eine negative Wölbung auf (vgl. Abbildung 22).

Abbildung 22: Empirische Verteilungen europäischer Gewerbeimmobilieninvestments

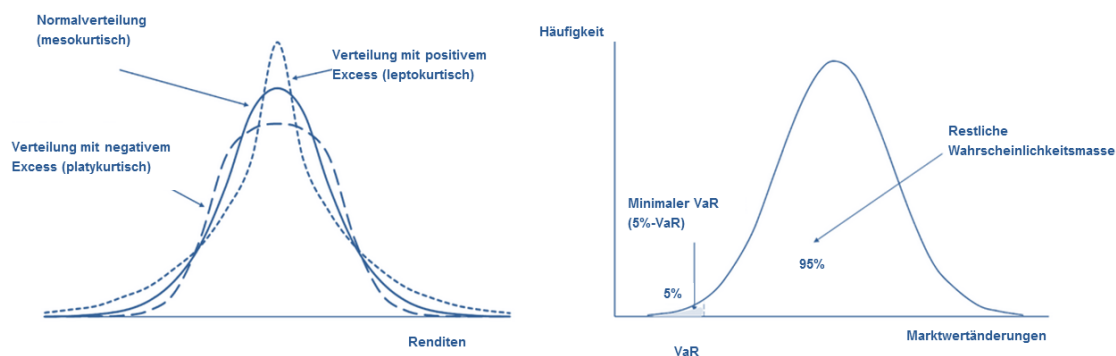


Quelle: Property Market Analysis (PMA), Berechnung & Konstruktion: Catella Research 2017. Betrachtungszeitraum 2016-2020.

Im Durchschnitt ergibt sich für die 28 Immobilien-Standorte allerdings ein negativer Excess von minus 1,6. Der negative Excess ist zumindest ein Indiz dafür, dass die Normalverteilungsannahme für Immobilieninvestments nicht stimmig ist. Beim Vorliegen einer solchen platykurtischen Verteilung werden bei Verwendung der Normalverteilung für die Schätzung des VaR systematisch nach oben verzerrte Ergebnisse ermittelt (vgl. Abbildung 23).

¹⁸ Excess zählt zu den zentralen Momenten einer Verteilung, mittels dessen der Kurvenverlauf definiert wird. Ein Excess mit Wert null ist normalgipflig (mesokurtisch).

Abbildung 23: Theoretisches Konzept von Excess und Value at Risk (VaR)



Quelle: Enzo Mondello (Portfoliomanagement: Theorie und Anwendungsbeispiele).

Modifikation: Catella Research 2017.

Catella Research hat für die besagten 28 Investitionsstandorte Schätzungen für den VaR, sowohl auf Basis der Normalverteilung als auch auf Basis einer „best-fitted-estimation“, durchgeführt.¹⁹ Im Ergebnis zeigt sich, dass in 65% der Fälle die Schätzungen mit der Normalverteilungsannahme den wahren VaR im Mittel um absolut 390 Basispunkte überschätzen. Offenbar sind die Real Estate bezogenen „Tails“ deutlich schlanker als die „Corporate Equity Tails“.

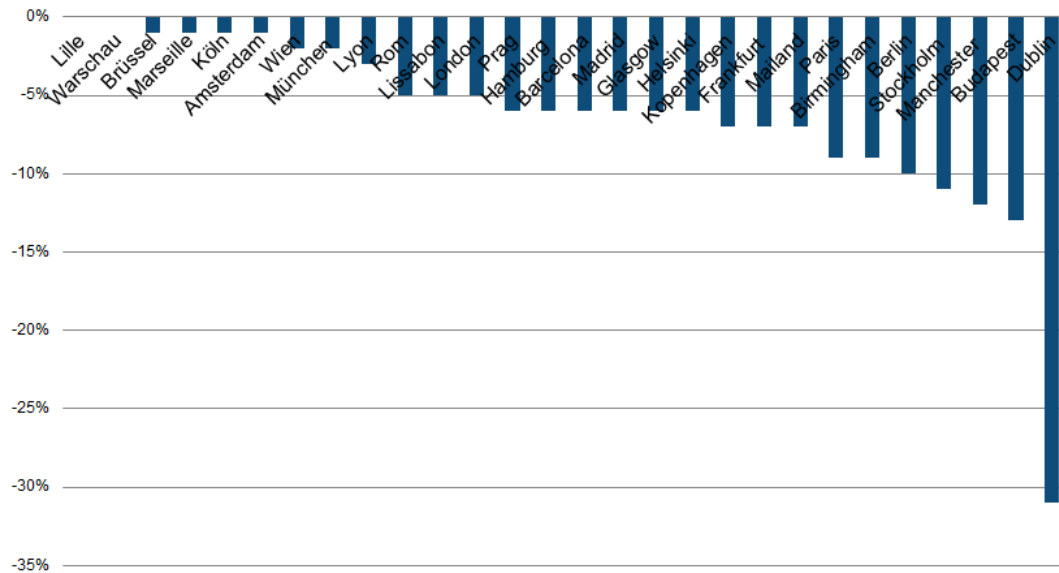
Für das europäische Gesamtgewerbeportfolio der 20 untersuchten Standorte bzw. Märkte ergibt sich nur eine geringe Abweichung von 21 Basispunkten. Der VaR auf Basis der „best-fitted-estimation“ für dieses Portfolio liegt bei -4% für den Untersuchungszeitraum 2016-2020. Der schlechteste Wert für den VaR -31% ist Dublin zuzuordnen (vgl. Abbildung 24). Dies ist der Finanzkrise 2008 geschuldet, welche mit Werten von bis zu -47% für den irischen Markt einhergingen. Es folgen Budapest (-13%) und Manchester (-12%). Der vorteilhafteste Wert von 0% ist der Stadt Warschau und der Stadt Lille beizumessen. Es folgen Amsterdam, Köln, Marseille und Brüssel (alle 1%). Der Median der VaR-Verteilung liegt bei -6,0%. Die deutschen Metropolen liegen im Schnitt bei -5,2%.

Für die Jahre von 2016 bis 2020 erwartet Catella Research das größte durchschnittliche Gesamtrenditepotenzial in Marseille (5,3%), Birmingham (5,2%), Helsinki (5,2%), Prag (5,1%) und Glasgow (4,9%). Aus der Gruppe der Outperformer sticht Helsinki heraus, da diese Metropole das beste Rendite-Risiko-Profil aufweist. In den deutschen Städten Köln, München und Hamburg lassen sich in den Folgejahren im Durchschnitt 3,2% erwirtschaften. In Berlin liegt – bei deutlich höheren

¹⁹ Catella Research nutzt zwei verschiedene Methoden zur Schätzung des VaR. Beide Schätzmethoden basieren auf einem 95%-Konfidenzintervall. Die erste Methodik modelliert die Renditen der Stichprobe für die VaR-Schätzung ausschließlich auf Basis der Normalverteilung. Die zweite Methodik („best-fitted-estimation“) nutzt neben der Normalverteilung fünf weitere Verteilungen (Laplace-, Lognormal, Exponential-, Inversegauss- und Weibullverteilung) zur Renditemodellierung.

Risiken – die antizipierte Rendite bei 4,1%. Besonders niedrigere Total Returns auf dem Gewerbemarkt werden in Paris (1,1%), Warschau (1,3%), Dublin (2,0%), Lissabon (2,3%), Mailand (2,4%) und Barcelona (2,4%) erwartet, welche durch ein niedriges Risikoprofil nicht zu rechtfertigen sind.

Abbildung 24: Value at Risk (VaR) auf Basis der "best-fitted-estimation" für 28 Standorte



Quelle: Property Market Analysis (PMA).

Berechnung & Konstruktion: Catella Research 2016.

Die Ranking-Ergebnisse für die Risikomaßnahmen Volatilität und VaR ähneln sich zwar; entsprechen sich aber nicht zwingend. Zwar weist Dublin die schlechtesten Werte für Volatilität und VaR auf. Warschau hingegen liegt hinsichtlich des VaR auf dem ersten Rang, während sich die Metropole in Bezug auf die Volatilität mit Platz 20 von 28 zufrieden stellen muss.

5.5 Fazit – vom Leben mit Risiko

Die Ergebnisse verdeutlichen vor allem eines: Eine differenziertere Betrachtung der europäischen Immobilienmärkte unter Rendite- und Risikogesichtspunkten ist nicht nur sinnvoll, sondern zwingend notwendig. Bereits der hier illustrierte kleine Teilbereich in Bezug auf mögliche Verteilungsannahmen und daraus abgeleitete Risikomaße historischer Renditekennzahlen belegt: sowohl die Ergebnisse als auch deren Interpretation hängen stark von der Methodenwahl ab. Es ist naheliegend, dass sich das Risikomanagement von Immobilieninvestoren einer neuen Form der Risikomessung zuwenden sollte. Zu stark ist noch der Fokus auf erwartete Renditen und einfache Risikomaße wie bspw. Volatilitäten. Eine tiefere Analyse der Verteilungsparameter – und damit eine Aussage über die Stabilität der Ergebnisse – unterbleibt in der Regel noch. Die Anforderungen an das Risikomanagement steigen insbesondere für Veranlagungen z.B. von Versicherungs-

unternehmen, die im Rahmen von Solvency II die Risiken ihrer Engagements berechnen und mit Eigenkapital hinterlegen müssen. Auch bedingt die zunehmende allgemeine Regulierung institutioneller Anleger und großer Kapitalsammelstellen eine fortschreitende Professionalisierung des Risikomanagements (z.B. mittels Risikomanagementtools wie UBS Delta, ARIS 10 oder KPMG 3PI) der Branche.

Die Ausführungen verdeutlichen insbesondere, dass es für eine ganzheitliche Risikoanalyse die dritten & vierten zentralen Momente der Renditeverteilungen und den VaR zu berücksichtigen gilt. Auch sollte man – um verzerrte Schätzergebnisse für den VaR und damit Fehlentscheidungen zu vermeiden – nicht vorschnell die Normalverteilung als zentrale Verteilungsannahme verwenden. Eine Verteilungsannahme fernab der Gauß'schen Glockenkurve ermöglicht unter Umständen eine realistischere Risikoeinschätzung und verhindert Renditeverluste.

6. Der globale und europäische REIT-Markt

Michael Beck, Bankhaus Ellwanger & Geiger KG

Dr. Wilhelm Breuer, Dr. Breuer Capital Market Advisory

6.1 REITs – eine globale Investmentform mit Zukunft

Institutionelle und private Investoren leiden zunehmend an dem ungünstigen Investitionsumfeld, das von den internationalen Zentralbanken verursacht wurde. Niedrig-, wenn nicht sogar Minuszinsen machen es Pensionskassen und Stiftungen beispielsweise nahezu unmöglich, die Erträge zu erwirtschaften, die nötig sind, um ihre Pensionsverpflichtungen oder die jeweiligen Stiftungszwecke zu erfüllen. Das Ergebnis der expansiven Geldpolitik manifestiert sich in einer immer weiter voranschreitenden Vermögenspreisinflation („asset price inflation“), die neben Anleihen und Aktien vor allem auch die Assetklasse Immobilien erfasst hat.

Nun ist die Eigentumsquote in Deutschland im privaten Sektor mit immer noch knapp unter 50% am unteren Ende der Skala in Europa. Unternehmen hatten zudem in den vergangenen Jahrzehnten aus bilanztechnischen Gründen vor allem ein Interesse am Verkauf des eigenen Immobilienbestandes.

In der Historie haben sich sowohl im privaten als auch im institutionellen Bereich mehrere Möglichkeiten für indirekte Immobilieninvestments entwickelt. 1959 wurde in Deutschland der erste offene Immobilienfonds aufgelegt. Für institutionelle Investoren bildete sich später ein umfangreiches Spezialfonds-Segment. Börsennotierte Aktiengesellschaften im Immobilienbereich gab es schon viel länger. Sie wurden aber nicht als Immobilienaktien bezeichnet bzw. als solche wahrgenommen. Vollzog sich bei einem Maschinenbau- oder Textilunternehmen die Aufgabe des ursprünglichen Geschäftszweckes, verblieben oft mehr oder weniger umfangreiche Immobilienliegenschaften im Bestand, die weiter bewirtschaftet werden mussten. Als es modern wurde, alte Fabrikgelände in Gastro- und Shopping-Zentren zu verwandeln oder junge innovative Unternehmen dort anzusiedeln, bildete sich mit der Entwicklung und Bewirtschaftung solcher Areale im Laufe der Jahre ein neuer Geschäftszweck für diese alteingesessenen Unternehmen heraus – die Immobilien-AG war geboren. Für interessierte Investoren wurde dieses Aktiensegment allerdings erstmals im Jahre 1995 mit der Auflage des deutschen Immobilienaktienindex „E&G²⁰ DIMAX²¹“ beschrieben. Damals umfasste das Segment 39 Immobilienunternehmen. Durch die Angleichung

²⁰ Ellwanger & Geiger.

²¹ Deutscher Immobilienaktienindex.

der Aufnahme-kriterien an den ungleich älteren und größeren Immobilienaktienmarkt der USA (zum Beispiel sollen 75% der Erträge aus dem Immobilienbereich stammen) und zahlreiche Neuemissionen, erweiterten sich die im E&G DIMAX gelisteten Immobilientitel auf nunmehr 63 Unternehmen.

Insbesondere große Börsengänge (sogenannte IPOs) wie der LEG Immobilien AG oder der Vonovia SE., welches das erste Immobilienunternehmen im Dax darstellt, ließen die Marktkapitalisierung des E&G DIMAX exponentiell wachsen.

Im Jahre 2007 wurde in Deutschland das REIT-Gesetz erlassen, welches die Bildung eines REIT-Sektors ermöglichen sollte. REIT ist die Abkürzung für „Real Estate Investment Trust“ und steht als Begriff für eine börsennotierte Immobilien-Investmentform, die einem festgelegten Regelwerk unterliegt. Dieses unterscheidet sich von Land zu Land geringfügig, allen ist aber folgendes gemeinsam:

- Der Großteil der Erträge, in der Regel mindestens 90%, wird an die Aktionäre ausgeschüttet.
- Meist sind die Immobiliengesellschaften von Körperschaftssteuerzahlungen befreit. Dies bedeutet aber nicht, dass dem Fiskus dadurch Steuern entgehen, denn die Besteuerung der jeweiligen Erträge wird auf die Anlegerhemisphäre verlagert, was eine Doppelbesteuerung vermeidet.

Leider wurden in Deutschland – anders als im internationalen Kontext – zu viele Kompromisse geschlossen, zum Beispiel die Exklusion wohnwirtschaftlicher Immobilien. Aus diesem Grund sind auch viele Jahre nach dem REIT-Gesetz-Erlass nur vier REIT-Gesellschaften in Deutschland aktiv, die sich als REIT qualifizieren.

Ausgehend von den USA führten auf internationaler Ebene viele Länder – wie Japan, Hong Kong, Singapur, Frankreich, Malaysia, Indien, Italien und zuletzt Irland und Spanien – in den letzten Jahrzehnten REIT-Systeme ein. Dadurch hat sich dieses Marktsegment deutlich ausgeweitet.

Insgesamt sind weltweit gegenwärtig ungefähr 600 Unternehmen mit einer Gesamtmarktkapitalisierung von ca. 2 Bio. US-Dollar in diesem Segment investierbar. Damit stellen Immobilienaktien weltweit rund drei Prozent der gesamten Marktkapitalisierung aller Aktien dar. Dies ist auch ungefähr der Wert, der im langjährigen Mittel für deutsche Immobilienaktien und REITs im innerdeutschen Vergleich gilt. Lange Jahre gab es auf europäischer Ebene kaum vergleichbare Indizes, bis der Verband EPRA²² eine eigene Indexfamilie auflegte und verschiedene Länderindizes

²² European Public Real Estate Association.

gründete. Auf internationaler Ebene wurden Immobilienaktien allerdings generell dem Finanzsektor zugesprochen, der vornehmlich aus Banken, Versicherungen und Börsenunternehmen bestand. Die Immobilienbranche blieb dadurch regelmäßig unterrepräsentiert, wenn nicht unsichtbar. Dies wird sich nun ändern!

Real Estate als elfte GICS-Branche

Die beiden Indexanbieter S&P Dow Jones Indices und MSCI führen ab dem 1. September 2016 die Branche „Real Estate“ erstmals als eigenständige Branche in ihrem Index-Universum. Die börsennotierten Immobiliengesellschaften stellen ab sofort die elfte Branche in der GICS-Systematik. GICS steht als Abkürzung für „Global Industry Classification System“. Der Grund, dass die börsennotierten Immobiliengesellschaften in der Vergangenheit zu den Finanzwerten gezählt und nicht separat ausgewiesen wurden, lag in ihrer relativen Bedeutungslosigkeit begründet. Ihre Marktkapitalisierung war in der Summe lange Zeit zu gering. Der oben skizzierte weltweite Siegeszug der REIT-Systeme, der viele Börsengänge initiierte, sowie das fortschreitende Wachstum vieler bereits börsennotierter Immobiliengesellschaften änderte diese Situation grundlegend.

Die erste Anpassung der Index-Systematik seit 1999 fördert die Akzeptanz der Immobilienwerte weltweit, insbesondere auch in Deutschland. Insidern schon lange als interessantes indirektes Immobilienanlagevehikel bekannt, dürfte diese Investitionsform nun wesentlich stärker im Fokus der Aktieninvestoren auftauchen. So wird beispielsweise die ETF-Branche (Exchange Traded Funds = börsennotierte Index-Fonds), die in den letzten Jahren ein stürmisches Wachstum verzeichnen konnte, allein durch die Nachbildung dieser neuen Index-Variante für weitere Kapitalflüsse in Richtung des Immobilienaktiensegments sorgen.

Für den endgültigen Durchbruch dieser Branche als eigenständige Indexklasse wäre das Nachziehen des zweiten Sektorklassifizierungsstandards, der Industry Classification Benchmark (ICB) von den Indexanbietern FTSE und Dow Jones Stoxx, hilfreich. Investmentfondsmanager aktiv gemanagter Fonds müssen sich aber bereits jetzt schon verstärkt mit der wachsenden Bedeutung von Immobilienaktien auseinandersetzen.

Hierbei hilft ein Blick auf die historischen Ergebnisse dieses Aktiensektors. In der Tabelle 5 sind hierzu die Jahresrenditen des E&G DIMAX (Immobilienaktien Deutschland) und des E&G ERIX (REITs Europa) im Vergleich zu anderen Anlagesegmenten, wie dem DIX, der die Wertentwicklung direkt investierter Immobilienbestände abbildet oder dem allgemeinen Aktienmarkt (repräsentiert durch den DAX), abgetragen.

Tabelle 5: DIMAX Jahresrenditenvergleich 2011-2016

Stand: 31.12.2016, Angaben in %	Rendite p.a.	Zeitraum Jahre	5 Jahre p.a. (2012-2016)	10 Jahre p.a. (2007-2016)	15 Jahre p.a. (2002-2016)
E&G DIMAX	6,72	28	21,58	1,44	4,81
E&G ERIX (REITs Europa)	9,40	29	14,03	1,64	10,15
offene Immobilien-Fonds (BVI)	4,41	29	1,61	2,43	2,89
DIX (direkte Immobilien)**	4,87	28	6,27	5,17	4,10
Dax***	8,03	28	14,03	5,75	5,51
DJ Stoxx 50 (Perf.-Index)***	8,61	23	9,83	1,96	2,19

Quelle: Bankhaus Ellwanger & Geiger KG, BVI, **IPD Investment Property Databank GmbH, ***vwd

Internationale Diversifikation empfehlenswert

Auch wenn die Ergebnisse der europäischen REITs mit einer Jahresrendite von 10,04% seit 1988 für sich sprechen, darf nicht verkannt werden, dass dies nur unter relativ höheren Schwankungen im Vergleich zu anderen Segmenten erzielt werden kann. Die Bandbreite der Jahres-Performances reichte von -45% im schlechtesten Jahr der Berichtsperiode bis zu einem Plus von 59,75% im besten Jahr. Das Grundprinzip einer erfolgreichen Kapitalanlage sollte deshalb auch im REIT-Segment eingehalten werden – die internationale Diversifikation (Risikostreuung).

So macht es Sinn, nicht nur über verschiedene Immobilien-Teilsegmente im Sinne von Nutzungsarten (wie Büros, Shopping-Center, Appartements, Logistik, Hotels oder Einzelhandel), sondern auch über Regionen weltweit (Asien, Nord-Amerika, Europa) zu diversifizieren und so gezielt die Risiken zu streuen. Aufgrund des stetig wachsenden REIT-Angebots bietet es sich an, sich dabei auf die großen, entwickelten Märkte zu konzentrieren, um die Risiken weiter zu reduzieren. Schnell wird klar, dass es schwierig ist, diese Expertise selbst aufzubauen. Ein Privatanleger muss daher versuchen, sein REIT-Engagement über aktive REIT-Fonds oder – falls vorhanden – passive ETF-Index-Produkte abzubilden. Bei der Auswahl dieser Produkte sollten jedoch nicht nur die reinen Performanceergebnisse den Ausschlag geben, sondern auch Kennzahlen, wie die Sharpe Ratio²³ oder die Expense Ratio.²⁴

Vorteile einer REIT-Aktienanlage

Zusammenfassend bieten REITs folgende Vorteile gegenüber den etablierten Aktienanlagen:

- geringe Korrelation (=Abhängigkeit) zu anderen Aktien (Branchen),
- gute Ergänzung zu anderen Assetklassen bzw. Anlagen in einem „Multi-Asset-Portfolio“,

²³ Erzielte Performance in Relation zum eingegangenen Risiko.

²⁴ Gesamtkostenbelastung eines Fonds.

- Diversifikationsnutzen kommt insbesondere in einem globalen Portfolio zum Tragen,
- REITs weisen durch ihre besondere Konstruktion und ihren Rechtsrahmen i.d.R. höhere Dividendenrenditen auf,
- REITs wiesen in der Vergangenheit eine bessere Performance als die breiten Aktienmärkte auf. REIT-Gesellschaften können ihre Ertragsbasis mit indexierten Mietverträgen inflationsresistent gestalten,
- Je länger die Niedrig- bis Minuszinsphase andauert, desto attraktiver sind REITs hinsichtlich ihrer Dividendenhöhe und der Bewertung ihrer Bestände.

Im folgenden Abschnitt werden die Autoren Details zu den verschiedenen REIT-Märkten vorstellen.

6.2 Der europäische börsennotierte Immobiliensektor im globalen Kontext

Der globale börsennotierte Immobiliensektor²⁵ weist per Ende Januar 2017²⁶, gemessen am FTSE EPRA/NAREIT Global Index, eine investierbare, das heißt auf Streubesitz basierende Börsenkapitalisierung (Free Float Market Capitalisation, im Weiteren als „Free Float Market Cap“ bezeichnet) von 1.384 Bio. Euro auf. Mit 738 Mrd. Euro ist der nordamerikanische börsennotierte Immobiliensektor mit Abstand der größte kontinentale Markt. Es folgen mit 430 Mrd. Euro der asiatische sowie mit 193 Mrd. Euro der europäische börsennotierte Immobiliensektor, der damit einen Anteil von rund 14% am globalen Markt darstellt. Der Mittlerer Osten und Afrika sind mit 23 Mrd. Euro Free Float Market Cap in globaler Hinsicht von untergeordneter Bedeutung.

Nach Ländern ist der US-Markt mit 686 Mrd. Euro mit Abstand der größte nationale Einzelmarkt. Der zweitgrößte, Japan, kommt lediglich auf 140 Mrd. Euro Free Float Market Cap. An dritter Stelle befindet sich Hong Kong mit mehr als 96 Mrd. Euro. Es folgen Australien mit 74 Mrd. Euro, sowie China und Großbritannien mit jeweils rund 58 Mrd. Euro. Bereits dahinter befindet sich der deutsche börsennotierte Immobiliensektor auf Platz sieben mit über 39 Mrd. Euro. Diese Platzierung wäre noch vor zehn Jahren nahezu undenkbar gewesen. Sie unterstreicht, welch enormen Aufholprozess der deutsche Sektor in den letzten Jahren absolviert hat. Ausschlaggebend waren hier vor allem die diversen Börsengänge im Wohnimmobiliensektor sowie zahlreiche großvolumige Kapitalerhöhungen sowohl im Wohn- als auch Gewerbeimmobilienbereich.

Dominiert wird der globale börsennotierte Immobiliensektor durch Gesellschaften aus den entwickelten Volkswirtschaften. Der EPRA/NAREIT Developed Index, der diese umfasst, weist per

²⁵ Vgl. European Public Real Estate Association (2017b).

²⁶ Daten beziehen sich, soweit nicht anders angegeben, im Folgenden auf den 31.01.2017.

31.01.2017 eine Free Float Market Cap von rd. 1.255 Bio. Euro auf und repräsentiert damit rund 90% der gesamten globalen Free Float Market Cap.

REIT-Strukturen überwiegen im globalen Sektor. Sie stellen 81% der Free Float Market Cap. Dementsprechend entfallen auf Non-REITs lediglich 19%. Dabei ist der REIT-Anteil im nordamerikanischen Markt, der mit über 99% nahezu ausschließlich aus REIT-Vehikeln besteht, am höchsten. In Europa beträgt der REIT-Anteil hingegen nur gut 57% und liegt damit in etwa auf dem Niveau von Asien mit 55%.

In Europa verfügt Großbritannien über den größten börsennotierten Immobilienmarkt mit einer Free Float Market Cap von rund 58 Mrd. Euro. Bereits an zweiter Stelle befindet sich Deutschland mit gut 39 Mrd. Euro, was – wie erwähnt – vor allem auf großvolumige IPOs sowie Kapitalmaßnahmen im deutschen Wohnimmobilienbereich seit 2010 zurückzuführen ist. Der drittgrößte europäische Markt wird mit rund 25 Mrd. Euro von den Niederlanden gestellt. Dahinter folgen Frankreich mit rund 18 Mrd. Euro und Schweden mit ca. 15 Mrd. Euro. Die Schweiz repräsentiert mit ca. 11 Mrd. Euro den sechstgrößten Markt in Europa.

Dividendenrenditen²⁷

In puncto der jährlichen Dividendenrendite nehmen die kanadischen REITs mit 5,79% bei den entwickelten Volkswirtschaften die Spitzenposition ein, knapp vor REITs aus Singapur mit 5,60%. Die neuseeländischen REITs kommen auf 5,18%. Die US-REITs, die immerhin den größten nationalen börsennotierten Immobiliensektor bilden, können lediglich eine Dividendenrendite von 4,45% aufweisen.

Bei den Schwellenländern sowie weltweit steht Taiwan mit 10,10% Dividendenrendite an der Spitze. Allerdings kommt der gesamte taiwanesishe Sektor lediglich auf 164 Mio. Euro Free Float Market Cap. Im EPRA/NAREIT Global Emerging Markets Index liegen zudem Südafrika und Mexiko im Durchschnitt bei 6,57% bzw. 6,31% Dividendenrendite.

Die höchste Dividendenrendite in Europa weisen die niederländischen börsennotierten Immobiliengesellschaften mit 5,04% auf, dicht gefolgt von italienischen REITs mit 4,97% und französischen REITs mit 4,94%. Die norwegischen börsennotierten Immobiliengesellschaften kommen auf 4,56%. Mit einigem Abstand folgen deutsche REITs mit 4,12% sowie UK REITs mit 3,93%. Deutsche Non-REITs bringen es hingegen lediglich auf 2,69% Dividendenrendite. Dies ist nicht verwunderlich, da diese im Gegensatz zu deutschen REITs keinen gesetzlichen Vorgaben bei

²⁷ Vgl. European Public Real Estate Association (2017b).

der Ausschüttung unterliegen. Im Durchschnitt liegt die Dividendenrendite in Europa bei 3,7% per Ende Januar 2017.

Da das Geschäftsmodell von REITs darauf basiert, ihren Gewinn (nahezu) vollständig auszuschütten, ist es keine Überraschung, dass die Dividendenrendite bei ihnen weltweit mit einem Wert von 4,12% höher liegt als bei Non-REITs, die lediglich 2,58% Dividendenrendite aufweisen können.

Immobiliennutzungsarten/Asset-Mix²⁸

Im EPRA/NAREIT Developed Index dominieren mit einem Anteil von rund 27% der Free Float Market Cap diversifizierter Immobilien-Unternehmen, d.h. Unternehmen, die auf keine Nutzungsart spezialisiert sind. 24% entfallen auf Retail-, 13% auf Residential- und 12% auf Office-Spezialisten. Gut 7% der Marktkapitalisierung wird durch Healthcare-, und 6% durch Industrial-Unternehmen repräsentiert. 4% entfallen auf Lodging/Resort und 3% auf Industrial/Office.

Ein ähnliches Bild ergibt sich im europäischen Sektor. Auch hier dominieren mit über 35%-Anteil bei der Market Cap diversifizierte Unternehmen. Rund 25% entfallen auf Retail und rund 21% auf Residential, wofür vor allem die hochkapitalisierten deutschen Wohnimmobilien-AGs verantwortlich sind. Office nimmt lediglich rund 11% ein. Healthcare sowie Industrial/Office sind in Europa mit jeweils gut 1% im globalen Vergleich unterrepräsentiert.

Im weltweit größten kontinentalen Markt Nordamerika ist hingegen eine stärkere Fokussierung zu verzeichnen. Hier sind diversifizierte Unternehmen beim Free Float Market Cap-Anteil mit nur 12% im globalen Vergleich unterrepräsentiert. 27% entfallen auf Retail, 18% auf Residential, sowie jeweils gut 13% auf Healthcare und Office. Jeweils rund 6% werden von Lodging/Resort und Self-Storage repräsentiert.

Verschuldungsgrad²⁹

In den letzten Jahren ist der Verschuldungsgrad des börsennotierten europäischen Immobiliensektors, üblicherweise gemessen anhand der Loan-to-Value-Ration (LTV), deutlich zurückgegangen. Von September 2011 bis März 2017 sank im europäischen Durchschnitt der LTV von 43% auf nur noch 38%. Dies dürfte darauf zurückzuführen sein, dass die Unternehmen zum einen die Lehren aus der Subprime- und Lehman-Krise gezogen haben und sich den Gefahren eines hohen Verschuldungsgrades stärker bewusst sind. Zum anderen dürfte dazu auch der Druck der Aktieninvestoren beigetragen haben, deren Präferenzen seit der Lehman-Krise eindeutig auf Investments mit niedrigen Verschuldungsgraden liegen.

²⁸ Vgl. European Public Real Estate Association (2017b).

²⁹ Vgl. European Public Real Estate Association (2017a).

Auch in Deutschland ist der LTV im börsennotierten Immobiliensektor im gleichen Zeitraum von 56% auf 41% zurückgegangen. Allerdings weist der deutsche Sektor von den großen europäischen Volkswirtschaften den aktuell höchsten Verschuldungsgrad auf. Im gleichen Zeitraum sank etwa in Frankreich der LTV von 38% auf 37% und in Großbritannien sogar von 39% auf 29%. Der viertgrößte gelistete Immobilienmarkt in Europa, die Niederlande, konnte von September 2011 bis März 2017 einen Rückgang von 43% auf 34% verzeichnen.

Es stellt sich die Frage, warum der Verschuldungsgrad in Deutschland höher liegt als in anderen europäischen Ländern. Um dies zu beantworten, empfiehlt sich ein genauerer Blick auf die Verschuldungsgrade verschiedener Immobiliennutzungsarten. Unterscheidet man die europäischen Unternehmen nach ihrer Spezialisierung auf verschiedene Nutzungsarten, liegen diese in puncto LTVs bei einheitlich rückläufiger Tendenz zwar relativ nahe zusammen. So weisen Retail-Unternehmen einen LTV von 35%, diversifizierte Unternehmen von 36%, Office-Gesellschaften von 34% und Industrials von 37% auf. Residential-Unternehmen verzeichnen aber mit 41% einen höheren LTV. In puncto Verschuldungsgrad scheint damit weniger die nationale Herkunft einer Gesellschaft als vielmehr die jeweilige Nutzungsart von Relevanz zu sein, was auch den etwas höheren Verschuldungsgrad des deutschen, von Wohnimmobiliengesellschaften dominierten, börsennotierten Sektors im europäischen Vergleich erklären könnte.

Auch zwischen REITs und Non-REITs zeigen sich trotz einheitlich rückläufiger Entwicklung deutliche Unterschiede in der absoluten Höhe des Verschuldungsgrades. So sank etwa bei europäischen Non-REITs im gleichen Zeitraum der LTV von 49% auf 43%. Bei europäischen REITs war ein Rückgang des LTV von 39% auf 33% zu verzeichnen. Der geringere Verschuldungsgrad bei REITs ist nicht verwunderlich, existieren doch in einigen Ländern, so auch in Deutschland, für diese bestimmten Eigenkapital-Mindestquoten.

7. Neues Anlagevehikel in Luxemburg – der Reserved Alternative Investment Fund

Michael Müller, Deloitte & Touche GmbH

Christian Bednarczyk, Deloitte & Touche GmbH

Der europäische Immobilieninvestmentmarkt verzeichnet stetig Zuwächse. 2015 betrug das Transaktionsvolumen 245 Mrd. Euro und ist damit gegenüber dem Vorjahr um 22% angestiegen.³⁰ Bedeutend für den europäischen Immobilieninvestmentmarkt sind zunehmend grenzüberschreitende Immobilieninvestitionen, die 2015 erstmals über dem Volumen inländischer Investments lagen.³¹ Das durch Luxemburger Immobilienfonds verwaltete Gesamtvermögen belief sich 2016 auf ca. 3,7 Bio. Euro.³²

Am 14. Juli 2016 hat Luxemburg den Weg frei gemacht für ein neues Anlagevehikel, den Reserved Alternative Investment Fund (RAIF). Ziel des RAIF-Gesetzes ist die Schaffung eines Anlagevehikels, das den Anforderungen von Verwaltern alternativer Investmentfonds (AIFM) und sachkundigen Investoren gerecht wird, indem es die Auflage von Fonds erleichtert und operative Regelungen flexibel gestaltet.

Es wurden bislang 45 RAIFs erfolgreich implementiert – Tendenz steigend.³³

7.1 RAIF: Allgemeiner Überblick

Der RAIF ist ein Luxemburger Alternativer Investmentfonds (AIF), der von einem autorisierten AIFM verwaltet wird. Er kann von einem autorisierten AIFM mit Sitz in einem Mitgliedstaat der Europäischen Union (EU) oder sobald der AIFMD-Pass für Drittstaaten verfügbar ist, von einem autorisierten AIFM mit Sitz in einem Staat außerhalb der EU verwaltet werden. Über den autorisierten AIFM profitiert der RAIF von dem europäischen Marketing Pass.

RAIFs unterstehen nicht der Aufsicht der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und erfordern somit auch keine Genehmigung durch die CSSF. Der Investorenschutz wird durch die Anwendung der AIFMD-Regelungen auf der Ebene des AIFM gewährleistet. Über die

³⁰ Vgl. <https://www.absolut-research.de/publikationen/absolutimpact/news/detail/n/transaktionsvolumen-bei-europaeischenim-mo-bilien-steigt-weiter/> (Stand: 03.04.2017. Die hier aufgeführten Daten wurden von dem Immobilienmanager Savills erhoben).

³¹ Ebenda.

³² Vgl. <http://www.alfi.lu/de/statistics-figures/luxembourg> (Stand: 03.04.2017).

³³ Stand 20.01.2017.

Beaufsichtigung des AIFM unterliegt der RAIF somit einer indirekten Beaufsichtigung. Dadurch ist auch sichergestellt, dass der RAIF die für ihn geltenden Vorschriften nach Umsetzung der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD) erfüllt, wie beispielsweise den Inhalt seines Jahresberichtes, die Bewertung seines Vermögens sowie in Bezug auf die Ernennung der Verwahrstelle und des Abschlussprüfers.

Der RAIF basiert weitgehend auf den Regelungen des Spezialinvestmentfonds (SIF) oder der Wagniskapitalgesellschaft (SICAR) und profitiert somit von der Flexibilität dieser bestehenden Regelungen. Beispielsweise profitiert der RAIF von den attraktiven Strukturierungsvorteilen, die bisher nur regulierten AIF zur Verfügung standen, wie variables Kapital, Umbrella-Struktur oder bestimmte steuerliche Regelungen.

RAIFs stehen sachkundigen Investoren zur Verfügung, d.h. allen institutionellen und professionellen Anlegern sowie Privatanlegern, die schriftlich bestätigt haben, dass sie den Status eines sachkundigen Anlegers haben und die einen Mindestbetrag von 125.000 Euro in den RAIF investieren. Alternativ kann dem Privatanleger auch z.B. durch ein Kreditinstitut bescheinigt werden, dass er über die erforderliche Expertise, das Fachwissen und die Erfahrung verfügt.

RAIFs sind auf Investitionen in gesetzlich zugelassene Vermögensgegenstände aller Art ausgelegt, d.h. sie unterliegen keinen bestimmten Beschränkungen für die Anlage oder Kreditaufnahme. Der RAIF unterliegt einer Risikostreuungsverpflichtung. Zum Umfang dieser Diversifizierungsanforderung macht das RAIF-Gesetz keine Angaben. In der Praxis wird man wohl die SIF-Regeln und das damit in Verbindung stehende CSSF Rundschreiben 07/309 heranziehen. Danach darf ein RAIF nicht mehr als 30% seiner Vermögenswerte oder Kapitalzusagen in Titel eines Typs investieren, die vom selben Emittenten stammen. Das RAIF-Gesetz ermöglicht es jedoch, auf Risikostreuung zu verzichten, wenn das einzige Ziel des RAIFs darin besteht, in Wertpapiere zu investieren, die Risikokapital darstellen und der RAIF sich für den entsprechenden steuerlichen Status entscheidet.

RAIFs können in jeder bekannten luxemburgischen Gesellschafts- und Vertragsform errichtet werden. Er kann entweder in Vertragsform (Fonds Commun de Placement (FCP)) aufgelegt werden, in einer Gesellschaftsform wie z.B. der Aktiengesellschaft (société anonyme (SA)), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (société à responsabilité limitée (S.à r.l.)), als Kommanditgesellschaft auf Aktien (société en commandite par actions (SCA)) oder als einfache oder spezielle Kommanditgesellschaft (société en commandite simple (SCS) oder société en commandite spéciale (SCSp)). Für die Gesellschaftsformen besteht die Wahl-möglichkeit zwischen variablem (SICAV) oder fixem (SICAF) Kapital. Die Nettoaktiva des RAIFs müssen innerhalb eines Jahres nach Errichtung mindestens 1.250.000 Euro betragen. Die Bezeichnung des RAIFs muss auf „Reserved Alternative Investmentfonds“ bzw. auf die Abkürzung „RAIF“ enden.

Unabhängig von der gewählten Rechtsform kann ein RAIF als Umbrella-Struktur mit einem oder mehreren Teilfonds aufgelegt werden, von denen jede ein anderes Portfolio von Assets und Verbindlichkeiten enthält. Bis dato war dies nur für regulierte Fonds (SIF, SICAR, Teil II Fonds) oder Verbriefungsvehikel möglich. Die Liquidierung eines Teilfonds hat nicht die Auflösung der Umbrella-Struktur als Ganzes zur Folge.

7.2 Besteuerung des Reserved Alternative Investment Fund

Die Besteuerung des RAIFs folgt grundsätzlich der generellen Besteuerung von Luxemburger Fondsvehikeln.

Ein RAIF, der als Luxemburger Spezialfond aufgesetzt ist, wird steuerlich auch so behandelt. Dieser unterliegt in Luxemburg weder der Ertragsbesteuerung noch der Gewerbesteuer und Vermögensteuer, sondern lediglich einer pauschalen Zeichnungssteuer in Höhe von 0,01% („taxe d’abonnement“) des Nettofondvermögens p.a. Des Weiteren fällt keine Quellensteuer auf Ausschüttungen an.

Alternativ kann der RAIF auch der Besteuerung nach den SICAR Regeln („société d’investissement en capital à risque“) unterliegen. Der könnte zum Beispiel als Kapitalgesellschaft (d.h. im Wesentlichen als S.A. oder S.à.r.l.) aufgesetzt werden. Für Zwecke der Luxemburger Ertrags- und Gewerbebesteuerung wird dieser RAIF wie eine normale Kapitalgesellschaft behandelt, er kommt jedoch in den Genuss verschiedener steuerlicher Vergünstigungen. Dadurch wird eine steuerliche Belastung auf Ebene des Investmentvehikels regelmäßig vermieden bzw. reduziert. Die Erträge aus Anlagen in Risikokapital sind hierbei generell von der Besteuerung ausgenommen. Die pauschale Zeichnungssteuer in Höhe von 0,01% fällt bei dieser Form nicht an. Wie beim SIF-Regime fallen keine Quellensteuern auf Ausschüttungen an und der SICAR ist von der Vermögenssteuer befreit. In beiden Alternativen sollte die Ertragssteuerneutralität des RAIFs gewährleistet sein.

Ein RAIF, der in Form einer Kapitalgesellschaft errichtet wurde, kann in den Genuss des Doppelbesteuerungsabkommens kommen. In diesem Kontext ist festzustellen, dass einzelne Staaten die Anwendung von Doppelbesteuerungsabkommen auf Investmentvehikel in Gesellschaftsform ablehnen, sodass eine Einzelfallprüfung der Anwendung von Doppelbesteuerung notwendig oder zumindest empfehlenswert erscheint.

Falls der RAIF als Personengesellschaft (z.B. als SCS, SCSs) aufgesetzt wird, unterliegt dieser keiner Ertragsbesteuerung in Luxemburg, da dieser als transparent angesehen wird. Die Einkünfte sollten grundsätzlich nicht als gewerbliche Einkünfte deklariert werden. Die Anwendung von Doppelbesteuerungsabkommen könnte in diesem Fall lediglich auf der Investorenebene stattfinden.

Der RAIF gestattet es zum einen die Vorteile eines steuerneutralen Investmentvehikels für Immobiliengeschäfte zu nutzen, ohne dabei den Schutz internationaler Abkommen zur Vermeidung von Doppelbesteuerung zu verlieren. Zum anderen eröffnet er den Zugang zu nationalen Steuervergünstigungen – wie zum Beispiel dem luxemburgischen Beteiligungsprivileg.

7.3 Vorteile des RAIFs

AIFM-Vermarktungspass für EU: Der RAIF kann über den AIFM-Vermarktungspass europaweit vermarktet und vertrieben werden.

Time to market: Der RAIF ist nicht reguliert, d.h. er unterliegt nicht der vorherigen Genehmigung und/oder Aufsicht durch eine Aufsichtsbehörde. Dadurch verbessert sich die zeitliche Planung der Fonds-Auflage und die Markteinführungszeit dürfte sich deutlich verkürzen.

Maximale Flexibilität in der rechtlichen und strukturellen Gestaltung: RAIFs können in jeder der bekannten luxemburgischen Gesellschafts- und Vertragsformen errichtet werden. Unabhängig von den Gesellschafts- und Vertragsformen kann der RAIF als Umbrella-Struktur mit einem oder mehreren Teilfonds aufgelegt werden, von denen jeder ein eigenes Portfolio an Vermögenswerten und Verbindlichkeiten enthält.

Steuerliche Neutralität: Steuerlich unterliegt der RAIF grundsätzlich dem SIF-Regime. Unabhängig von der gewählten Gesellschaftsform sind weder Körperschaftssteuer noch Gewerbesteuer oder Vermögenssteuer abzuführen. Investiert der RAIF wie in seinen Gründungsdokumenten vorgesehen ausschließlich in Risikokapital, unterliegt der RAIF den gleichen steuerlichen Behandlungen wie eine SICAR, d.h. grundsätzlich voll steuerpflichtig, mit Ausnahme von Einkommen und Gewinn aus Risikokapital. In diesem Fall kann der RAIF auf das Doppelbesteuerungsabkommen zugreifen.

8. Grenzüberschreitende Investments: Ein Ausblick über die nächsten fünf Jahre

Clemens Schäfer, RREEF Spezial Invest GmbH

Matthias Naumann, RREEF Investment GmbH

8.1 Marktakteure zunehmend uneins über weitere Entwicklung

Aufgrund des hohen Preisniveaus in nahezu allen europäischen Märkten, fühlt sich eine wachsende Anzahl von Investoren bei Zukäufen mittlerweile unwohl. Nachdem weitere Preisanstiege über Jahre hinweg Marktkonsens waren, fällt es vielen Anlegern nun schwer, die Preise, insbesondere im historischen Kontext, als nachhaltig zu bewerten. Statistisch gesehen, wäre eine Korrektur ohnehin überfällig. Wir befinden uns mittlerweile im 8. Jahr des Investmentzyklus und die jüngere Vergangenheit hat gezeigt, dass Superzyklen über 10 Jahre und länger, bisher nur isoliert auf Länderebene aufgetreten sind.³⁴ Viele Fonds-Manager würden eine baldige Marktkorrektur wohlmöglich sogar begrüßen, denn regelmäßige Zyklen suggerieren ein effizientes Marktumfeld. Mit einem funktionierenden Risikomanagement und bei aktivem Portfoliomanagement dürften Zyklen Investoren also mehr Chancen als Risiken bieten. Eine Analyse der immobilienwirtschaftlichen Frühindikatoren zeigt jedoch, dass zumindest mittelfristig mit weiteren Kapitalzuflüssen gerechnet werden kann. Ein Ende des aktuellen Zyklus ist aufgrund der artifiziell niedrigen Zinsen also immer noch nicht eindeutig abzusehen.

8.2 Internationale Marktzyklen im Vergleich: 2007 vs. 2017

Für Investoren ist es jedoch von zentraler Bedeutung den aktuellen Zeitpunkt im fortschreitenden Immobilienzyklus richtig einzuschätzen. In den folgenden Abschnitten versuchen wir deshalb die aktuellen Rahmenbedingungen in Europa (Stand Q1 2017) mit dem letzten Höhepunkt im Markt (Q1 2007) zu vergleichen (vgl. Tabelle 6).

Folgende Indikatoren sind dabei in der Analyse von Relevanz:

- 1) **Investitionsklima:** Als Beispiel werden hier PMA-Umfragen³⁵ herangezogen, unterteilt nach Regionen (Kerneuropa, Südeuropa & CEE (Peripherie) sowie UK).

³⁴ Nach den Daten von MSCI/IPD weist der Schweizer Immobilienmarkt seit dem Jahr 2002 eine positive Wertänderungsrendite aus.

³⁵ Property Market Analysis, unabhängiges Marktforschungsunternehmen für europäische Gewerbeimmobilienmärkte.

- 2) **Konjunktur:** Stimmungsindikatoren wie Geschäfts- und Konsumklima sowie BIP-Wachstum und Inflation.
- 3) **Angebot vs. Nachfrage:** Flächennachfrage und Bautätigkeit im Vergleich am Beispiel des Bürosektors.
- 4) **Finanzierungsumfeld:** Zinssätze, Margen, Beleihungsquoten sowie Verbriefungen.
- 5) **Preisniveau:** Anfangsrenditen sowie Spreads gegenüber Staatsanleihen und BBB Unternehmensanleihen.
- 6) **Renditeerwartungen:** Mindestverzinsung von Core-Investoren.

Tabelle 6: Marktzyklen in Europa im Vergleich

Indikator		LMW **	Stabw.	Dez 07	Trend*	Dez 15	Trend*	Dez 16	Trend*
Konjunktur	Konsumklima	-10,6	6,9	-8,2	↑	-3,9	↑	-5,8	↑
	Geschäftsklima	-0,07	1,09	0,86	↑	0,41	↔	0,42	↔
	Renditekurve Staatsanleihen (lang- abzgl. kurzfristig)	135bp	75bp	35bp	↓	105bp	↔	125bp	↔
	Yield Spread (BBB- Staatsanleihen)	115bp	75bp	125bp	↔	100p	↔	85bp	↔
Mietmärkte (Büro)	Flächenumsatz*** (% Bestand)	4,8%	0,8%	6,2%	↑	5,3%	↑	5,5%	↑
	Neubaustarts*** (% Bestand)	2,1%	0,9%	3,0%	↓	1,8%	↔	2,1%	↔
	Leerstand (%)	9,1%	1,8%	8,1%	↑	9,2%	↔	8,8%	↔
Investment- klima	Umfrage Investitionsneigung „Core Europe“ (PMA)	+30 pts	13 pts	+30 pts	↔	+45 pts	↑	+52 pts	↑
Bewertung (Büro)	Netto- Anfangsrendite	5,40%	0,50%	4,90%	↓	4,40%	↓	4,10%	↓
	Yield vs. 10J Bund	220bp	120bp	50bp	↓	370bp	↑	380bp	↑
	Yield Spread vs. BBB	130bp	130bp	-80bp	↓	270bp	↑	290bp	↑

Quellen: Macrobond, PMA, Deutsche Asset Management, Dezember 2016;

* Innerhalb ½ Standardabweichung; ** Langfristiger Mittelwert; *** Rollierend über 12 Monate

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Investorenverhalten: Kerneuropa bleibt sicherer Hafen

In Kerneuropa gibt es zumindest auf den ersten Blick eine Reihe von Parallelen zwischen den beiden Zyklen 2002-2007 und 2010-2017. Ähnlich wie nach dem Brexit Referendum im Juni 2016, hatten sich die meisten Investoren bereits zum Jahresende 2007 aus Großbritannien zurückgezogen. Damals waren nicht politische bzw. regulatorische Risiken ausschlaggebend, sondern vielmehr die Skepsis gegenüber den bestehenden Preisniveaus vor dem Hintergrund einer stark anwachsenden Bautätigkeit. Auch die Attraktivität der Investmentmärkte in der europäischen Peripherie wurde bereits in 2007 sehr uneinheitlich bewertet. Die Bewertung der kerneuropäischen Märkte

(Frankreich, Benelux, D/A/CH) weist ebenfalls Parallelen zwischen beiden Immobilienzyklen auf. In Q2 2016 ist der Anteil an positiven Einschätzungen sogar noch signifikanter, zudem bewegt sich der Wert momentan deutlich außerhalb der Standardabweichung. Allerdings ist die Motivation der Investoren diesmal eine andere: Während sich die Investoren in 2007 Nachholpotentiale bei den Marktmieten versprochen, dient Kerneuropa (und insbesondere Deutschland) nach dem Brexit-Votum als sicherer Hafen. Auch in Zukunft dürften Investoren weiterhin sehr sensibel auf externe Einflüsse reagieren. Im Vergleich zur globalen Finanzkrise in 2008, als die Immobilienmärkte abrupt zu einem Stillstand kamen, dürften Unsicherheiten auf den Finanzmärkten den aktuellen Zyklus für das Spitzensegment wohlmöglich weiter verlängern.

Konjunktur: Aktuell noch keine Gefahr einer Überhitzung

In den Jahren 2006 und 2007 gab es bereits erste Anzeichen einer baldigen konjunkturellen Überhitzung einiger europäischer Volkswirtschaften. Die BIP-Wachstumsraten lagen vielerorts bei ca. 3% p.a. und auch die Inflation übertraf tendenziell die EZB-Zielrate von 2% p.a. Auch die Häusermärkte u.a. in Irland, Spanien und den Niederlanden waren in den Jahren 2005-2008 extremen, spekulativen Preissteigerungen ausgesetzt. Aufgrund der hohen Überkapazitäten waren im weiteren Verlauf Preiskorrekturen fast schon unausweichlich. In 2016/2017 ist die konjunkturelle Dynamik wesentlich geringer. Nur wenige Volkswirtschaften wachsen oberhalb ihrer langjährigen Trendrate. Die Kreditvergabe ist relativ moderat und die eher schwache Kapazitätsauslastung deutet nicht auf eine mittelfristige Trendumkehr hin. Im Gegenteil, aufgrund der zwischenzeitlich deflationären Tendenzen bestand eher die Gefahr einer säkularen Stagnation. Lediglich in ausgewählten Volkswirtschaften wie Schweden oder Deutschland könnten das Niedrigzinsumfeld und der starke Arbeitsmarkt mittelfristig zu einer lokalen Überhitzung des Häusermarktes führen.

Angebot und Nachfrage: Robuste Rahmenbedingungen auf den Mietermärkten

In den nächsten 12-18 Monaten ist in Europa mit einer weiteren Kompression der Anfangsrenditen zu rechnen. Für Anleger ist allerdings der europaweite Trend einer robusten Mieternachfrage bei der Investitionsentscheidung von genauso großer Bedeutung: Die Verfügbarkeit von modernen, hochwertigen Flächen ist mittlerweile stark eingeschränkt. Zudem gibt auch der Bauzyklus bis jetzt noch keinen Anlass zur Sorge. Zwar dürfte die Aktivität in den Jahren 2019/2020 wieder leicht über dem langjährigen Mittelwert liegen, aber im Vergleich zu den Jahren 2007/2008 befinden sich die Leerstandsdaten in vielen europäischen Märkten auf einem niedrigeren Niveau. Berücksichtigt man zudem die extrem niedrigen Fertigstellungen zwischen den Jahren 2010 und 2015, erscheint der Bauzyklus im Kontext ohnehin nicht sonderlich aggressiv. Viele Bestandshalter profitieren bereits seit gut zwei Jahren von steigenden Mieteinnahmen durch Leerstandsabbau und dürften in den kommenden Jahren dadurch ein moderates, aber stabiles Wachstum der Marktmieten

einkalkulieren. Dennoch dürfte es, sobald die Konjunktur an Dynamik gewinnen sollte, zu einer deutlich spürbareren Reaktion der Projektentwickler kommen.

Finanzierung: Kreditvergabe wieder etwas laxer

Ein wichtiger Indikator für den Zustand der Immobilienmärkte sind die Rahmenbedingungen für Immobilien-Finanzierungen. Die anfängliche Zurückhaltung der Banken in den Jahren nach der Finanzkrise, welche traditionell den größten Anteil am europäischen Kreditmarkt haben, hat in den letzten Jahren eine ganze Reihe neuer Akteure hervorgebracht. Versicherungen, Pensionskassen und vor allem auch Fonds, konnten sich hier neu positionieren und Marktanteile gewinnen. Der Wettbewerb ist trotz der stetig fallenden Margen sehr hoch, Nischensegmente für Spezialisten sind rar. Mittlerweile holen sich Banken Marktanteile zurück, indem sie die Senior Tranche auf bis zu 75% erweitern und somit das Geschäftsmodell vieler Mezzanine-Fonds unter Druck setzen. Das entspricht noch nicht den investorenfreundlichen Rahmenbedingungen aus den Jahren 2006-2007, als bis zu 100% an Fremdkapital eingesetzt werden konnte. Entscheidend ist jedoch nicht nur die Höhe der Beleihungsquote. Kreditgeber konnten in der Vergangenheit auch ihren Bestand mit höherem Risikoprofil über Verbriefungen problemlos an den Markt weiterreichen. Dabei soll an dieser Stelle ausdrücklich zwischen traditionellen Pfandbriefen und CMBS Verbriefungen unterschieden werden. Während Banken die Pfandbriefe weiterhin auf ihrer Bilanz tragen, wird das Ausfallrisiko bei CMBS Verbriefungen komplett an den Käufer weitergegeben. Auch in Deutschland wurden zwischen 2005-2007 Verbriefungen im Wert von fast 50 Mrd. Euro vermarktet. Seit 2008 liegt der CMBS- Sektor allerdings nahezu brach. Seit dem Jahr 2013 wurden nur einige wenige Transaktionen registriert, eine neue Dynamik war auch in den letzten 12 Monaten nicht zu erkennen. Für opportunistische, risikofreudige Investoren ist es aktuell also deutlich schwieriger, Ankäufe mit einer hohen Beleihungsquote zu hinterlegen.

Preisniveau: Hohe Zinsspreads - Risiko oder immer noch Chance?

Käufer in 2017 gehen möglicherweise jedoch eine ähnlich riskante Wette ein wie Investoren in den Jahren 2007/2008. Aktuell ist nicht das Mietwachstumspotenzial Gegenstand der positiven Erwartungshaltung, vielmehr ist es eine Wette auf das mittel- bis langfristige Zinsumfeld. Die Differenz zwischen Renditen auf Core-Immobilien und Anleihen ist historisch immer noch sehr hoch. Sie betrug im Dezember 2016 im Durchschnitt ca. 380 Basispunkte gegenüber Staatsanleihen und rund 290 Basispunkte gegenüber Unternehmensanleihen (BBB). Bleiben also die Zinsen weiterhin sehr tief (z.B. zwischen 0,75-1,5%), dürfte die Renditekompression noch nicht abgeschlossen sein. Investoren, welche nur noch selektiv und nicht mehr zu Spitzenpreisen zukaufen, preisen in der Regel mittelfristig Zinserhöhungen ein. Viele dieser Investoren dürften sich durch die Zinsanstiege nach der US Wahl, sowie den FED Leitzinserhöhungen im Dezember 2016 und März 2017 bestätigt fühlen. Ab einem bestimmten Zeitpunkt sollten steigende Zinsen unmittelbar in höheren

Finanzierungskosten resultieren. Und auch aufgrund des zunehmend attraktiveren Risiko-Rendite Profils von Anleihen könnten sich Kapitalabflüsse im Immobilienmarkt, bzw. Reallokationen, negativ auf die Anfangsrenditen von Immobilien niederschlagen.

Fazit: Niedrigere Mindestrenditen als Reaktion hoher Kaufpreise

Die starken Preisübertreibungen in 2007/2008 waren insbesondere den überproportional hohen Annahmen beim Mietwachstum geschuldet. Vor allem angelsächsische Investoren waren bereit, zu sehr tiefen Anfangsrenditen zuzukaufen, obwohl der Rendite-Spread von Immobilien gegenüber Staatsanleihen bereits im Verlauf von 2008 nahezu komplett zusammengeschmolzen war. Dennoch, Zielrenditen zwischen 8-10% pro Jahr wurden weiterhin mit hohen Nachholpotentialen bei den Marktmieten begründet. Vor allem einheimische Bestandshalter nutzten damals die Chance, sich von größeren und zum Teil qualitativ schwächeren Portfolien mit Gewinn zu trennen. Mittlerweile haben sowohl einheimische als auch internationale Investoren die Renditeanforderungen für Core-Immobilien deutlich angepasst. Nominale Zielrenditen zwischen 3-5% pro Jahr, bei Inflationsraten von ca. 0,5%, entsprechen damit nahezu den nominalen Renditenanforderungen zwischen 5-7% p.a., welche in einem normal-inflationären Umfeld lange als Richtwert galten. Dennoch, ein nachhaltiger Anstieg der Teuerungsrate würde wohl auch diese deutlich tieferen Zielrenditen unter Druck setzen.

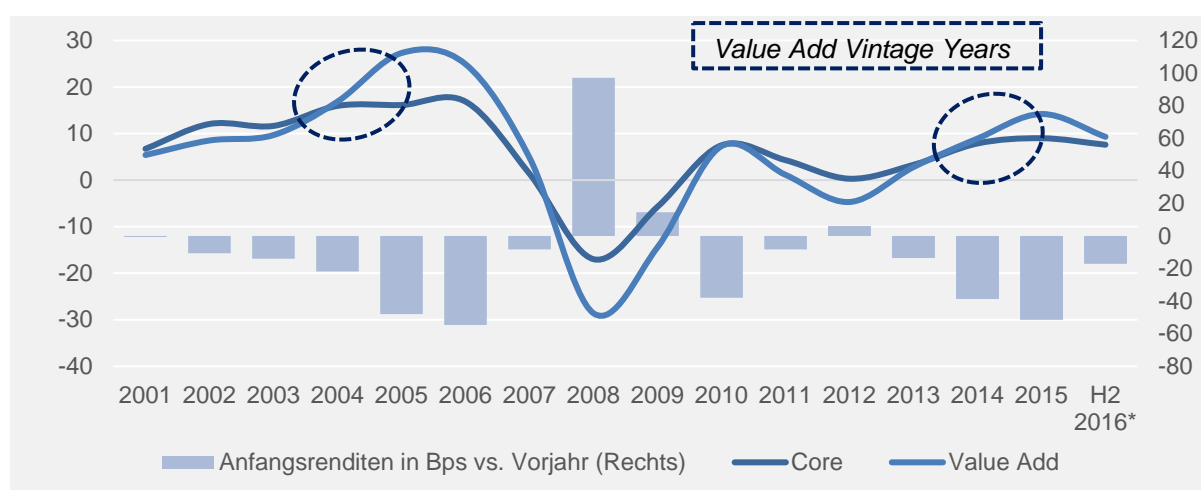
8.3 Aktuelle Anlagestrategien für europäische Investoren – Core-Strategien wieder im Fokus

In vermeintlichen Übergangsphasen zum nächsten Immobilienzyklus sollte der Schwerpunkt für Core Investoren auf defensiven Investmentsegmenten liegen. Diese dürften im Falle einer Marktkonsolidierung geringeren Wertkorrekturen ausgesetzt sein. Zu den allgemein bevorzugten Zielländern zählen Deutschland, Skandinavien und die Niederlande, aber auch städtische Teilmärkte mit langfristigen Wachstumsaussichten, deren Wachstumstrends vom technologischen Wandel, der fortschreitenden Urbanisierung und einer günstigen Bevölkerungsentwicklung unterstützt werden. Diese Megatrends begünstigen insbesondere Wohn- und Logistikstandorte aber auch urbane Bürolagen. Entsprechend ist Anlegern von vielen Nebenlagen mit schwachem Mieterprofil abzuraten, z.B. von peripheren Büroparks oder von Shopping-Centern mit geringer regionaler Relevanz.

Exkurs: Politische Risiken in Europa nehmen deutlich zu

Die Auswirkungen des Brexit-Votums auf die europäischen Immobilienmärkte dürften in den kommenden zwei Jahren unterschiedlich ausfallen. Angesichts des engen Verhältnisses zwischen Großbritannien und Kontinentaleuropa ist zu vermuten, dass ein Konjunkturabschwung in Großbritannien kurzfristig negative Folgen haben dürfte. Andererseits unterstützt das niedrige Zinsumfeld zumindest kurzfristig die Investmentmärkte. Auch Kontinentaleuropa ist langfristig zunehmenden Risiken ausgesetzt. Hier sind Forderungen populistischer Parteien nach ähnlichen Referenden in Ländern wie den Niederlanden, Italien und Frankreich zu nennen. Die jüngsten Ereignisse unterstreichen die Notwendigkeit, diese Entwicklungen genau im Auge zu behalten, auch wenn die Erfolgsaussichten solcher Bestrebungen derzeit noch gering erscheinen. Denn die eigentliche Gefahr besteht darin, dass Austrittsbestrebungen ein politisches und wirtschaftliches Klima der Unsicherheit auf Kosten von Integration und Offenheit schaffen, und genau dies würde die BIP-Wachstumsaussichten Europas langfristig beeinträchtigen. In diesem Umfeld ist es kaum vorhersehbar, wie lange die EZB ihre expansive Geldpolitik tatsächlich beibehalten wird.

Abbildung 25: Gesamttrenditen von Value-Add vs. Core-Strategien in Europa



Quelle: INREV, 2016.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Angaben in %.

Value-Add Strategien: Idealer Einstiegszeitpunkt wohl vorbei

In den letzten 15 Jahren haben Fonds mit Core-Profil die Wettbewerber aus dem Value-Add Segment mit durchschnittlich über 100 Basispunkten pro Jahr geschlagen (vgl. Abbildung 25). Die Renditen von Value-Add Investitionen waren zudem deutlich volatiler, zum Teil aufgrund des höheren Anteils an Fremdkapital. Die Umsetzung von Value-Add Strategien ist stark abhängig von überdurchschnittlich hohem Wirtschaftswachstum, da viele Strategien über den Leerstandsabbau – häufig in dezentralen Lagen – definiert werden. Aufgrund der gegenwärtig steigenden externen Risiken auf den Finanzmärkten, sowie steigender politischen Risiken, ist eine unterdurchschnittliche konjunkturelle Entwicklung nicht auszuschließen. Der Einstiegszeitpunkt ist zudem von zentraler

Bedeutung, da ein signifikanter Teil der Performance historisch durch Rendite-Kompression getrieben war. Ein großer Teil der wertgetriebenen Outperformance von Value-Add Investments scheint bereits realisiert, entsprechend wird es im Rahmen der Ankaufskalkulation immer schwieriger, außerhalb des Core-Segments ein attraktives Rendite-Risiko Profil darzustellen.

Auf langfristige Trends an den Mietermärkten setzen

Investoren sollten sich zukünftig möglichst stark gegenüber einem sich potenziell veränderten Inflations- und Zinsumfeld absichern. Dies dürfte am besten gelingen, indem eine Über-gewichtung in langfristige Wachstumssegmente erzielt wird. Dabei handelt es sich um Standorte und Nutzungsarten, in denen Bestandhalter bei einer steigenden Inflation durch Mieter-indexierungen profitieren. Vor allem die Nachfrage nach urbanen und innenstadtnahen, jedoch außerhalb der klassischen CBD gelegenen Bürogebäuden, dürfte weiter zunehmen. Insbesondere Technologieunternehmen und Dienstleister treiben hier die Nachfrage. Deren Mitarbeiter bevorzugen kurze Wege zwischen Wohnort, Freizeit- und Arbeitsstätte. Aufstrebende Stadtteil-Lagen wie „London Kings Cross“ haben bewiesen, dass auch innerstädtische Randlagen durchaus hohes Mietwachstum erzielen können. Mittelfristig sehen wir ähnliche Wachstumspotenziale an urbanen Standorten wie z.B. Paris North-East, Barcelona @22 oder Berlin Friedrichshain. Ähnliche Strategien können auch im Logistik- und Einzelhandelssegment verfolgt werden.

Portfolio Optimierung: Guter Zeitpunkt um Risiken abzubauen

Aufgrund des hohen Anlagedrucks scheint das hohe Preisniveau in wirtschaftlich schwachen Märkten das Marktrisiko nicht mehr adäquat abzubilden (Beispiel Mailand, Warschau, Paris WBD). Investoren sollten daher durch gezielte Verkäufe die Risiken im Portfolio nachhaltig reduzieren. Dies gilt z.B. für Gebäude niedriger Qualität in dezentralen Lagen, denn auch hier ist das (Des-)Investitionsfenster aktuell geöffnet. Zwar erscheint die aus Verkäufen resultierende Liquidität bzw. der Wiederanlagedruck „abschreckend“, dennoch sind wir der Meinung, dass im aktuellen Marktumfeld selbst Veräußerungen mit Abschlägen sinnvoll sein können. Vor allem, wenn Mikrolagen infolge veränderter langfristiger Nachfragetrends weiter zurückfallen sollten.

8.4 Aktuelle Prognose: Europäische Immobilienmärkte 2017-2021F

Zur Jahresmitte 2016 hatten wir unsere Total Return Prognosen (5 Jahre) für die europäischen Immobilienmärkte noch einmal leicht angehoben (vgl. Tabelle 7). Auf den ersten Blick schien das im Widerspruch zu den aktuellen politischen Rahmenbedingungen zu stehen (z.B. Brexit). Mittlerweile hatte die Preisentwicklung in den letzten sechs Monaten noch einmal deutlich an Fahrt gewonnen, wodurch die Wertwachstumspotenziale in den kommenden Jahren in unserer Prognose zum

Jahresende wieder abgenommen haben. Zwar rechnen wir in den kommenden 12-18 Monaten weiterhin mit steigenden Marktwerten, jedoch dürfte sich der Zyklus dann tatsächlich dem Ende zuneigen. Zwar dürften die robusten Rahmenbedingungen auf vielen Mietermärkten, anfänglich mögliche negative Effekte aufgrund steigender Zinsen ausgleichen, zum Ende der 5-Jahresprognose dürfte es aber dennoch zu ersten leichten Wertanpassungen kommen.

Im Folgenden werden die europäischen Immobilienmärkte in drei Kategorien aufgeteilt: Übergewichten, Neutral bzw. Untergewichten. Dabei ist z.B. die Einordnung „Übergewichten“ nicht zwingend gleichzusetzen mit einem „Buy Call“.

Tabelle 7: Investmentempfehlung nach Land/Sektor über die nächsten 5 Jahre

Spanien	Übergewichten	▶◀	Übergewichten	□	Übergewichten	▶◀
Schweden	Übergewichten	□	Übergewichten	▶◀	Übergewichten	□
Niederlande	Übergewichten	▲	Übergewichten	▲	Über / Neutral	□
DE (Top 7)	Übergewichten	▶◀	Übergewichten	▶◀	Über / Neutral	□
Frankr. (Reg.)	Über / Neutral	▲	Über / Neutral	▶◀	Übergewichten	▲
Paris	Über / Neutral	□	n/a	n/a	Übergewichten	▲
Belgien	Neutral / Unter	▶◀	Übergewichten	▶◀	Übergewichten	▲
Tschechien	Untergewichten	□	Neutral / Unter	▶◀	Über / Neutral	▶◀
Finnland	Neutral	▲	Über / Neutral	▲	Untergewichten	□
Italien	Untergewichten	□	Über / Neutral	□	Untergewichten	□
London	Untergewichten	▲	n/a	n/a	Untergewichten	▶◀
UK (Reg.)	Untergewichten	▲	Untergewichten	▲	Untergewichten	▶◀
Polen	Untergewichten	▶◀	Untergewichten	□	Untergewichten	□
Übergewichten	▲	Positive Marktentwicklung über 5 Jahre - Allokation ausweiten.				
Übergewichten	▶◀	Positive Marktentwicklung über 2 Jahre, dann Abkühlung. Nur selektive Zukäufe, Teilportfolio durch Verkäufe unterdurchschnittlicher Bestände optimieren.				
Übergewichten	□	Zyklus nähert sich dem Ende, Preise bleiben hoch. Übergewichtung im Bestand aufgrund weiteren Mietwachstums halten				
Neutral	▲	Aktuell nur durchschnittliche Marktperformance, aber Ausblick positiv. Zukaufen.				
Neutral	▶◀	Durchschnitt. Mittelfristig kaum Dynamik erwartet. Selektive Zukäufe Asset getrieben.				
Neutral	□	Aktuell nur durchschnittliche Marktperformance, aber Ausblick negativ. Verkaufen.				
Untergewichten	▲	Konsolidierung der Marktwerte ist noch nicht abgeschlossen. Ausblick positiv. Zukaufen.				
Untergewichten	▶◀	Negative Marktentwicklung über 2 Jahre, dann Bodenbildung. Nur selektive Zukäufe, Teilportfolio durch Verkäufe unterdurchschnittlicher Bestände optimieren.				
Untergewichten	□	Negative Marktentwicklung über 5 Jahre - Allokation reduzieren.				

Quelle: Deutsche Asset Management Research, Dezember 2016.

Märkte im Überblick

Spanien: (2017: Aktuell: Übergewichten – Tendenz: Neutral)

Mietwachstumspotenziale weiterhin hoch

Der Spanische Immobilienmarkt bleibt trotz der bereits deutlich angestiegenen Preise attraktiv. Das wirtschaftliche Umfeld zeigt sich robust, die Nachfrage nach Büroflächen steigt stetig an, sodass die überdurchschnittlich hohen Mietwachstumserwartungen in den letzten 12 Monaten sogar übertroffen worden sind. Bei Angangsrenditen im Spitzensegment von unter 4% bedeutet dies, dass ein großer Teil der ursprünglichen Wachstumspotenziale ausgeschöpft ist. Zudem ist bei der Wahl von Märkten und Mikrolagen weiterhin Vorsicht geboten. Unser Fokus liegt auf den Metropolregionen Barcelona und Madrid (alle Sektoren), sowie auf dem Baskenland (Handel) und Zaragoza (Logistik).

Deutschland: (2017: Aktuell: Übergewichten – Tendenz: Neutral)

Risiko-Rendite Profil unverändert attraktiv

Unsere Empfehlung für Deutschland lautet weiterhin "Übergewichten". Die heimische Wirtschaft präsentiert sich im Nachgang des UK-Referendums und andauernden politischen und wirtschaftlichen Unsicherheiten in Europa sehr stabil. Das Geschäftsklima ist freundlich und wirkt sich positiv auf die Flächennachfrage aus. Infolge niedriger Renditen alternativer Anlageformen, hohem Anlagedruck sowie einer erneuten Fokussierung auf Deutschland als „sicheren Hafen“ erwarten wir für Immobilienanlagen jedoch nur noch über die nächsten 6-12 Monate eine anhaltende Kompression der Anfangsrenditen. Investoren dürften ab einem bestimmten Zeitpunkt nicht mehr dazu bereit sein, in einem steigenden Zinsumfeld sinkende Anfangsrenditen zu akzeptieren. Im Gegenteil, wird der Spread gegenüber der Benchmark (Bund 10 Jahre) zu gering, dürfte dies tatsächlich das Ende des aktuellen Zyklus einläuten. Aktive Investoren sind bei Zukäufen im Spitzensegment deswegen bereits jetzt auf überdurchschnittliche Mietwachstumspotenziale angewiesen und müssen zudem darauf hoffen, dass sich das Zinsumfeld auch langfristig noch auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau befindet.

Niederlande: (2017: Aktuell: Übergewichten – Tendenz: Übergewichten)

Nachholeffekte dürften bald wieder abnehmen

Der niederländische Büromarkt hat in den letzten 12-18 Monaten starken Zuspruch von internationalen Investoren erfahren. Im Vergleich zu vielen anderen kerneuropäischen Märkten blieb das Interesse zu Beginn des Zyklus zunächst jedoch begrenzt. Grund hierfür war vor allem die schwache Konjunktur in Kombination mit unklaren politischen Rahmenbedingungen. Allerdings nahmen Investoren dankbar auf, dass sich die wirtschaftlichen Indikatoren im Jahresverlauf 2015 deutlich aufhellten. Insbesondere der Büromarkt in Amsterdam bot zu diesem Zeitpunkt ein sehr attraktives Einstiegsniveau. Der Spread gegenüber den Deutschen Top 7 Standorten hat sich zwar

mittlerweile wieder reduziert, bleibt aber im Vergleich zu anderen Märkten, wie Mailand, Wien oder Stockholm, weiterhin attraktiv.

Frankreich: (Aktuell: Neutral – Tendenz: Neutral)

Relative Attraktivität des Marktes birgt Chancen und Risiken

Die französischen Immobilienmärkte sind seit Jahresbeginn deutlich stärker in den Fokus von Investoren gerückt. Das hat zum einen mit der Schwäche des britischen Marktes zu tun: Aufgrund der zunehmenden Unsicherheiten nach dem EU-Referendum kam es zu Jahresbeginn zu Verlagerungen von strategischen Allokationen großer ausländischer Investoren. Bis dahin wurde der französische Markt stark von einheimischen Institutionen wie REITs und Versicherungen dominiert. Zudem können die aktuellen Kapitalzuflüsse mit einem leicht verbesserten wirtschaftlichen Umfeld erklärt werden. Dennoch, die Diskrepanz innerhalb der Städte, Teilmärkte und Gebäudequalitäten ist in Frankreich aktuell deutlich größer als in anderen kerneuropäischen Ländern. Bestimmte Segmente (zum Beispiel Paris CBD oder Paris WBD) scheinen bereits überpreist. Die Volkswirtschaft ist in den kommenden Quartalen zudem weiteren Unsicherheiten ausgesetzt (Brexit, Präsidentenwahlen), so dass die Wachstumserwartungen von manchen Käufern wohlmöglich überschätzt werden.

Schweden: (Aktuell: Übergewichten – Tendenz: Neutral)

Negative Zinsen treffen auf starke Konjunktur

Die Netto-Anfangsrenditen im Stockholmer Büromarkt haben mittlerweile die 3,5% Schwelle unterschritten, sodass der Markt auch im internationalen Vergleich als sehr hochpreisig einzustufen ist. Dennoch, sowohl Wirtschaftswachstum als auch Flächennachfrage bleiben deutlich über dem europäischen Durchschnitt, zudem ist noch keine deutliche Angebots-Reaktion seitens der Projektentwickler zu erkennen. Die Aussichten für robustes Mietwachstum sind also weiterhin freundlich und das negative Zinsumfeld sowie die niedrige Inflation sorgen für akzeptable risikoadjustierte Renditen.

Polen: (Aktuell: Untergewichten – Tendenz: Neutral)

Politische Risiken als neue Herausforderung

Seitdem die neue Regierung (PiS) über eine robuste Mehrheit im Parlament verfügt, haben kontroverse Vorschläge zur Regulierung und Besteuerung zur Verunsicherung bei Investoren geführt. Die EU-Kommission beginnt zudem eine umfassende Prüfung der Reformen der nationalkonservativen Regierung. Umstrittene Maßnahmen sind vor allem die Justizreform, neue Mediengesetze aber auch eine deutlich stärkere Besteuerung internationaler Unternehmen. Diese kontroverse Politik hat dafür gesorgt, dass die Risiken für die polnische Wirtschaft in den letzten 12 Monaten tendenziell zugenommen haben. Allerdings ist hervorzuheben, dass die meisten der kontroversen Initiativen noch nicht, bzw. letztendlich in abgeschwächter Form umgesetzt worden

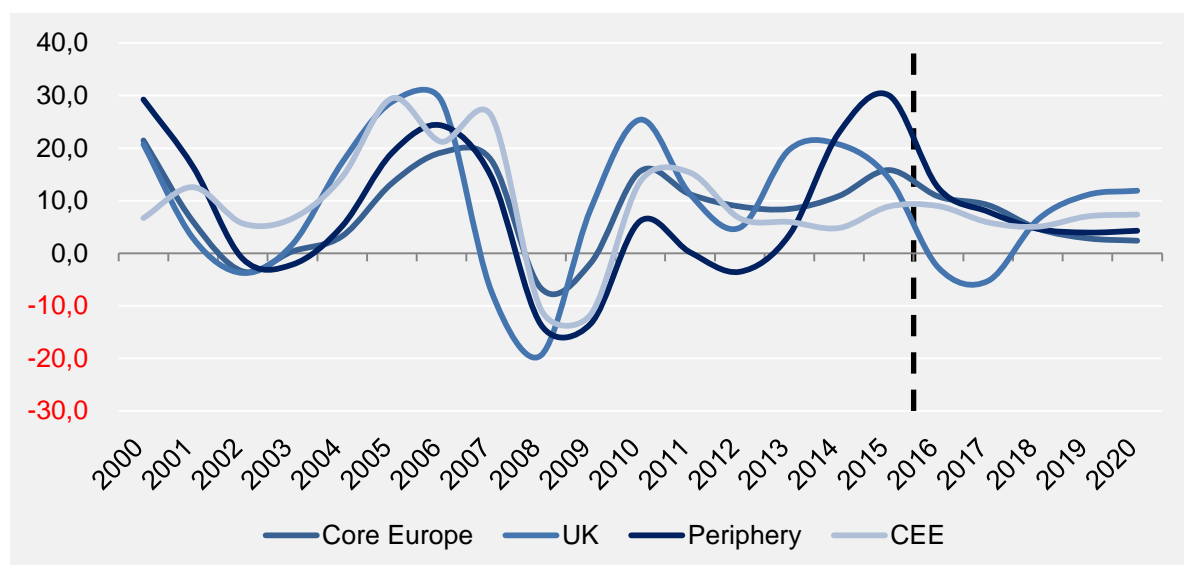
sind. Nichts desto trotz, in Kombination mit dem signifikanten Überangebot an modernen Büro- und Logistikflächen, erscheint eine strategische Ausweitung der Länderallokation aktuell nicht gerechtfertigt.

Italien: (Aktuell: Untergewichten – Tendenz: Untergewichten)

Preisniveau bildet Risiken nicht adäquat ab

Der italienische Immobilienmarkt hat in den letzten Jahren sehr stark von Kapitalzuflüssen einheimischer Investoren profitiert, obwohl der Mietermarkt keine nachhaltigen Anzeichen einer Erholung gezeigt hat. Aufgrund der weiterhin nur schwachen Konjunktur bleibt die Mieternachfrage bestenfalls moderat. Fertigstellungen haben in einzelnen Teilmärkten sogar zu weiter ansteigenden Leerständen geführt. Tiefe Anfangsrenditen zwischen 4-4,5% für Büroobjekte in Mailand scheinen daher im Vergleich zu anderen kerneuropäischen Märkten nicht gerechtfertigt und führen deswegen zu einer Untergewichtung im Portfoliomodell. Selektive Opportunitäten bestehen in den Segmenten Einzelhandel und vor allem Logistik.

Abbildung 26: Prognostizierte Gesamtrenditen nach Region (Europa), 2016-2020



Quelle: PMA, Deutsche Asset Management Research, 2016.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Angaben jeweils p.a.

Exkurs UK: Marktausblick Post-Brexit

Dem britischen Immobilienmarkt droht eine Phase nachlassender Mieternachfrage, verminderter Liquidität und Wertkorrekturen. Kurzfristig ist vor allem der Büromarkt in Central London durch Abwanderungen ins Ausland gefährdet. Den erheblichen kurzfristigen Bewertungsrisiken, die sich dadurch für Bestandhalter ergeben, stehen möglicherweise mittelfristige Chancen für Käufer gegenüber.

Auswirkungen auf einzelne Märkte und Segmente

Büroimmobilien in Central London: London ist den größten Risiken ausgesetzt. Nach unserer Einschätzung sind ausländische Unternehmen für über 50% der Büroflächenumsätze und 70% aller Gewerbeimmobilieninvestitionen verantwortlich. Im Hinblick auf die engen finanziellen Verflechtungen zwischen der Londoner City und dem EU-Ausland dürfte dies der am deutlichsten betroffene Teilmarkt sein: Historische Daten zeigen, dass Immobilienpreise in Central London raschen Preisanpassungen unterworfen sein können.

Regionale Büromärkte: Regionale Büromärkte scheinen weniger gefährdet. Nur 20% der Büroflächenumsätze werden hier durch ausländische Unternehmen generiert, davon wiederum weniger als 5% durch Unternehmen aus der Europäischen Union. Investoren werden sich deswegen eher auf Kernmärkte außerhalb Londons konzentrieren, wie Manchester und Birmingham.

Einzelhandelsmarkt: Obwohl dieser Sektor weniger gefährdet ist, könnte eine Schwächung von Währung und Wirtschaftswachstum zu einer stark steigenden Inflation führen und somit das Konsumklima im Einzelhandel nachhaltig beeinträchtigen. Touristisch geprägte Lagen, vor allem in London, könnten indes von der Schwächung des Pfunds profitieren. Bereits jetzt sind stark steigende Besucherzahlen aus dem Ausland zu beobachten.

Logistik: Ein Austritt aus dem EU-Binnenmarkt erhöht das Risiko für den Logistiksektor. Dank des schwachen Pfunds könnten steigende Exporte den negativen Trend etwas abschwächen. Dennoch bleibt der Sektor exponiert in Bezug auf sinkende Einzelhandelsumsätze.

Mittelfristiger Ausblick: Chancen für Neueinstieg

Auf mittlere Sicht sprechen das schwache Pfund, die Geldpolitik der Bank of England sowie die endgültige Klärung der künftigen Beziehung zwischen Großbritannien und der EU für eine Erholung des Marktes. Unser Basisszenario geht davon aus, dass Großbritannien in den kommenden Jahren aus der EU austreten wird, nachdem Ende März 2017 das Austrittsgesuch mit dem Auslösen von „Artikel 50“ formal eingereicht wurde. Trotz der aktuell unklaren Signale beider Verhandlungsseiten rechnen wir langfristig auch weiterhin mit engen Wirtschaftsbeziehungen zwischen Großbritannien und dem europäischen Binnenmarkt.

Folglich wäre es unwahrscheinlich, dass die grundlegenden Stärken des britischen Immobilienmarktes durch den Brexit langfristig Schaden nehmen. Großbritannien wird auch künftig zu den weltweit führenden Industrienationen mit höchster Markttransparenz zählen. Das regulatorische Umfeld dürfte im Wesentlichen intakt bleiben, ebenso die hohe Qualität des Immobilienbestands. Deshalb könnte die zunächst erhöhte Unsicherheit mittelfristig sogar attraktive Chancen für einen erneuten Markteinstieg bieten.

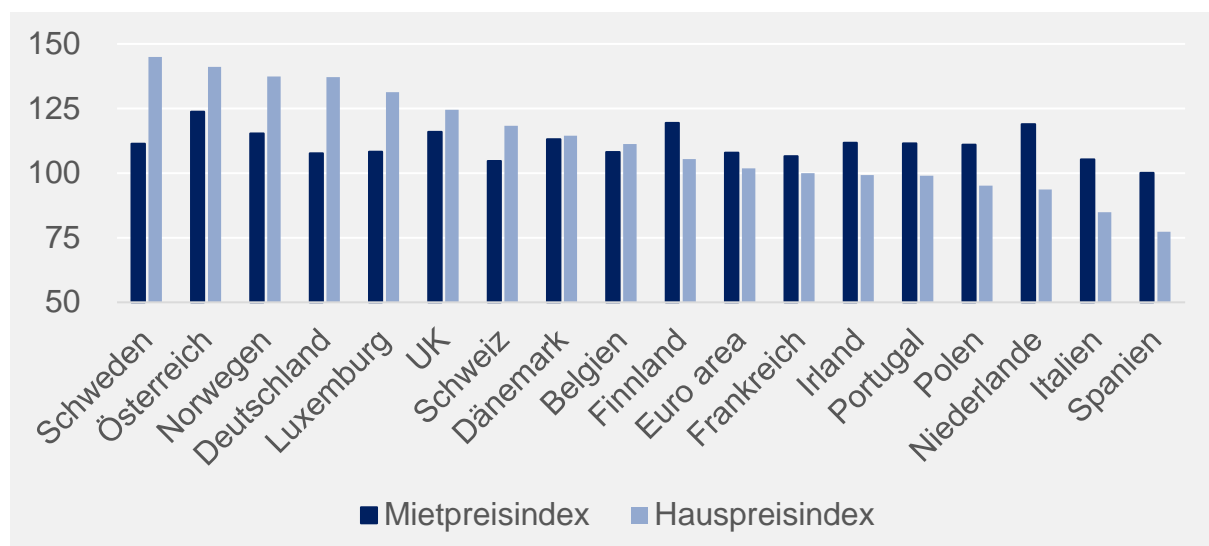
8.5 Auslandsinvestitionen: Märkte und Sektoren neu im Fokus

Neue Segmente: Wohnen- oder wohnähnliche Produkte

Defensive Eigenschaften von Wohnimmobilien zunehmend gefragt

Defensive Immobilienanlagen stehen zunehmend im Blickpunkt vieler Investoren. Insbesondere Wohnimmobilien bieten dank unelastischer Nachfrage Stabilität in Phasen von Marktanpassungen. Stabile Mieteinnahmen und geringe Leerstandsrisiken, anhaltende Renditekompression und geringe Produktverfügbarkeit machen das Segment für ein breites Anlegerspektrum attraktiv (vgl. Abbildung 27). Gesellschaftliche und demographische Veränderungen sprechen ebenfalls für Wohninvestments oder wohnähnliche Segmente. Während immer flexibler werdende Lebens- und Arbeitsbedingungen angepasste Wohnformen, z.B. Boarding Houses oder Wohnen auf Zeit erforderlich machen, lässt der generelle Wohnungsmangel in Ballungsräumen und Universitätsstädten junge Studierende verstärkt auf private Alternativangebote im Bereich studentisches Wohnen ausweichen. Darüber hinaus erfordert der demographische Wandel eine Beschäftigung mit dem Thema altersgerechtes Wohnen. Auch hier entwickelt sich der Markt heterogen, weg von klassischen Alten- und Pflegeheimen, hin zu individuellen Angeboten wie Kurzzeit- und Tagespflege, ambulanten Angeboten oder „Alten-WG's“. Nicht zu vernachlässigen sind in diesem Marktsegment allerdings die signifikanten regulatorischen Unterschiede und nationalen Präferenzen, die sich von Land zu Land deutlich unterscheiden.

Abbildung 27: Haus- und Mietpreisindex im Vergleich (Q2/2016;2010=100)



Quelle: OECD, 2016.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Pan-europäische Wohnstrategien gewinnen an Bedeutung

Mit einer Eigentumsquote unter 50% aller Haushalte ist Deutschland hinter der Schweiz das Land mit dem bedeutendsten Mietermarkt in Europa. Zudem macht die Struktur des Wohnungsmarktes

mit einem hohen Anteil an Mehrfamilienhäusern Deutschland im europäischen Vergleich für Investoren attraktiv. Gleichzeitig ziehen die Mietniveaus auf nationaler Ebene an und verteuern sich vor allem in Großstädten deutlich. Doch auch andere europäische Investmentdestinationen bieten Anlagemöglichkeiten. Insbesondere Großbritannien ist hier zu nennen, weist das Land doch nach Deutschland den aktivsten Transaktionsmarkt für Wohnimmobilien auf. Auch ist die begrenzte Erschwinglichkeit für Eigennutzer in Großräumen wie London oder Manchester ein Anreiz für Investoren. Auch der schwedische Wohnungsmarkt ist trotz strikter Mietgesetzgebung und hoher Einstiegspreise, ein vergleichsweise liquider Markt. Darüber hinaus sind Standorte in Frankreich und den Niederlanden punktuell attraktiv, obwohl steigende Projektentwicklungsvolumen, wie im Fall von Frankreich oder die zunehmende Erschwinglichkeit von Wohneigentum im Fall von Holland die Attraktivität für Investoren begrenzen.

Neue Märkte: Going East, Osteuropa vor einem Comeback?

Zentral- und Osteuropa wird wieder in den Fokus rücken

Während sich die beiden zentraleuropäischen Märkte Polen und Tschechische Republik in den letzten Jahren als Zielländer von institutionellen Investoren fest etabliert haben, wurde anderen Märkten in der CEE Region die Liquidität zwischenzeitlich nahezu komplett entzogen. Bis heute ist das Interesse an Ländern wie Ungarn, Rumänien, der Slowakei und auch Bulgarien noch immer stark begrenzt. Dies hat zum einen mit hohen Wertkorrekturen in den Jahren 2008-2010 zu tun, aber auch mit der Tatsache, dass viele Bestandshalter gezwungen sind, die vor der Krise erstandenen Objekte mangels adäquater Käufer bzw. Preise bis heute zu halten. Im Verlauf der globalen Finanzkrise kam die wirtschaftliche Konvergenz dieser Märkte mit Westeuropa fast zum Stillstand und viele dieser Länder litten unter einer deutlich längeren wirtschaftlichen Konsolidierung. Aus diesem Grund hatten sich zwischenzeitlich nahezu alle westeuropäischen Banken aus diesen Märkten zurückgezogen, was den Zugang zu akzeptablen Finanzierungen stark einschränkte. Heute werden Märkte wie Budapest und Bukarest wieder deutlich häufiger als Investmentziele diskutiert, wobei die institutionellen Kapitalflüsse aus Westeuropa in absoluten Zahlen immer noch gering sind. Dennoch, im aktuellen Niedrigzinsumfeld gewinnen Märkte mit vergleichsweise hohen Einstiegsrenditen für manche Anleger fast zwangsläufig an Attraktivität. Das steigende Investoreninteresse ist anfänglich also vor allem auf einen Push-Effekt zurückzuführen, da (zu) hohe Preise in den Kernländern Kapitalzuflüsse in periphere Märkte beschleunigt. Entsprechend könnten die steigenden Allokationen internationaler Investoren perspektivisch zu deutlichen Preissteigerungen führen.

EU: Baltikum und Balkan sind bis auf weiteres keine Option

Es gibt eine Reihe von EU-Mitgliedsstaaten wie die baltischen Staaten, Slowenien und Kroatien, welche es bisher nicht in den Blickpunkt institutioneller Investoren geschafft haben. Insbesondere

das Baltikum bietet eine Reihe von Parametern, welche die Region für grenzüberschreitende Investments attraktiv machen könnte. Estland, Lettland und Litauen zählen 2015 erneut zu den dynamischsten Volkswirtschaften in der Eurozone, trotz der ökonomischen und politischen Unsicherheiten in Russland und der schwachen Konjunktur bei wichtigen EU-Handelspartnern. Nach wie vor profitieren alle baltischen Staaten von der erheblichen Verbesserung ihrer internationalen Wettbewerbsfähigkeit. Seit auch Litauen Anfang 2015 den Euro als gesetzliches Zahlungsmittel eingeführt hat, gehören alle drei baltischen Länder der europäischen Währungsunion an. Dies senkt nicht nur Zinsen und Kosten für Währungsabsicherung, es macht alle drei Staaten zu äußerst offenen Volkswirtschaften. Dennoch, bis jetzt haben sich nur vereinzelt skandinavische Investoren mit spezifischem Know-how in diese Märkte gewagt. Dies liegt auch an der weiterhin hohen Intransparenz dieser Standorte. Daten, bzw. aussagekräftige Zeitreihen sind kaum verfügbar und nur wenige internationale Makler sind vor Ort permanent vertreten. Zudem ist der relevante institutionelle Immobilienbestand selbst in den Hauptstädten geringer als in dezentralen Teilmärkten in Westeuropa. Investoren erwerben dementsprechend bereits mit einzelnen Investments einen signifikanten Anteil am Gesamtmarkt. Das größte Hindernis stellt jedoch sicherlich die mangelnde Liquidität und Fungibilität auf dem Kapitalmarkt dar. Bestandshalter müssen in der Regel große Geduld aufweisen, denn Abnehmer für größere Objekte sind selbst über längere Zeiträume schwer zu finden.

Ex-EU: Türkei, Ukraine und Russland außerhalb des Risikospektrums

Obwohl die Türkei und Russland keine EU-Mitglieder sind, haben sie in der Vergangenheit immer wieder das Interesse von internationalen Investoren geweckt. Beeindruckt von der Marktgröße (Moskau), vom dynamischen Wirtschaftswachstum (Türkei) oder der rapiden Öffnung gegenüber dem Westen (Ukraine) erschien ein Marktzugang erstrebenswert, wenn auch in letzter Instanz häufig noch nicht umsetzbar. Die „First Mover“ kamen in den vergangenen Jahren hauptsächlich aus den USA und aus Asien. Es waren aber auch einige österreichische und deutsche Projektentwickler darunter. Aufgrund der mittlerweile deutlich verschlechterten politischen Rahmenbedingungen in diesen Ländern, können selbst marginale Kapitalzuflüsse in den kommenden Jahren nahezu ausgeschlossen werden. Auch bei einer deutlichen Entspannung der (geo)politischen Ausgangssituation dürfte die Skepsis selbst bei opportunistischen Investoren auf absehbare Zeit überwiegen.

Global statt Regional

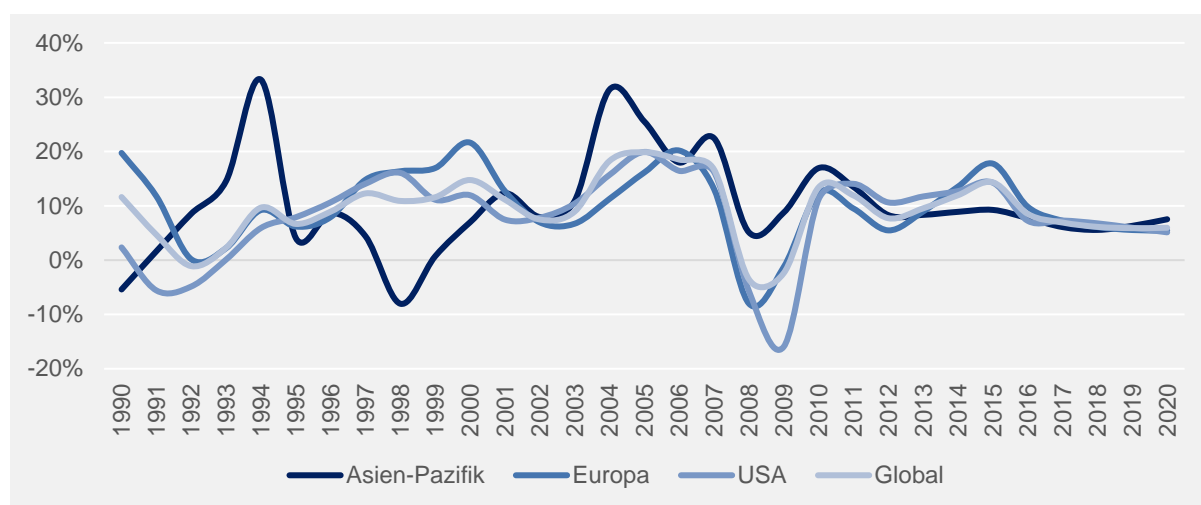
Bis vor 3-4 Jahren war es eher die Ausnahme, dass sich institutionelle Investoren aus Europa strategisch mit den Märkten in Übersee beschäftigt haben. Das hat sich in den letzten Jahren deutlich geändert. Anstatt ihre grenzüberschreitende Allokation Schritt für Schritt in die europäische Peripherie auszuweiten, wird direkt in Asien und Nordamerika investiert. Die USA, Japan und auch

Australien sind den meisten europäischen Märkten in Sachen Transparenz und Liquidität ohnehin weit voraus. Voraussetzung für diese Globalisierung der Investmentstrategie war sicherlich die zunehmende Professionalisierung der Fonds-Manager, welche ihre globalen Plattformen nach und nach ausgebaut haben. Aufgrund ihrer regionalen Präsenz fällt es ihnen nun sehr viel leichter, neue Produkte zu lancieren und diese auch mit institutionellem Kapital zu füllen. Globale Mandate besitzen gegenüber intraregionalen Strategien ohnehin eine Reihe von Vorteilen:

Marktzugang/Marktgröße: Aufgrund des starken Wettbewerbs fällt es vielen Investoren seit Jahren schwer, das vorgesehene Kapital in ihren Heimatregionen zu platzieren. Eine globale Investmentstrategie erweitert die Handlungsfähigkeit maßgeblich: Während laut Real Capital Analytics in Europa seit 2008 im Durchschnitt Gewerbeimmobilien im Volumen von 137 Mrd. Euro p.a. umgesetzt worden sind, betrug das Transaktionsvolumen in den USA und Asien zusammen 212 Mrd. Euro. Das strategische Investmentuniversum erweitert sich mit einer globalen Anlagestrategie also um über 150%.

Renditepotenziale: Auch in den USA und in Asien haben die Preise in den letzten Jahren stark angezogen, so dass sich die Renditepotenziale in vielen Märkten auf einem ähnlich moderaten Niveau wie in Europa bewegen (vgl. Abbildung 28). Jedoch hat die Vergangenheit gezeigt, dass über eine Haltedauer von 10 Jahren, Immobilien in den USA und in Asien in der Regel eine höhere Performance aufweisen als europäischer Bestand.³⁶ An dieser Stelle sind bereits die Kosten für Währungsabsicherungen integriert, welche je nach Währung zwischen 50 Basispunkten Ertrag und 200 Basispunkten Aufwand pro Jahr betragen können.

Abbildung 28: Gesamtrenditen p.a. (Brutto) nach Region, 1990-2020F



Quelle: PMA, JLL, NCREIF, Deutsche Asset Management Research, Juli 2016.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

³⁶ Basierend auf historischen Datenreihen von PMA (Europa), JLL (Asien-Pazifik) und NCREIF (USA).

Regionale Diversifikation: Europäische Investoren dürften in Zukunft wieder verstärkt von Diversifikationsvorteilen profitieren. Diese hatten in den letzten 10 Jahren stark abgenommen, da sich die globalen Märkte seit der Finanzkrise tendenziell im Einklang bewegt haben. In den kommenden Jahren dürfen wir jedoch mit einer stetigen Abnahme der Korrelation zwischen den drei Regionen rechnen, was vor allem auf unterschiedliche Zinsbewegungen zurückzuführen sein wird. Dadurch dürften kurzfristig die europäischen Märkte attraktiver erscheinen, mittelfristig könnten jedoch die Märkte in den USA und Asien wieder die besseren Einstiegchancen bieten.

Sektorale Diversifikation: Die institutionellen (häufig direkten) Immobilienbestände in Deutschland werden bei vielen Investoren durch den Wohnungssektor dominiert. Beim MSCI Immobilienindex beträgt der Anteil an Wohnimmobilien in Deutschland fast 50%, während der Anteil im Global Fund Index von MSCI lediglich 16% beträgt. Zwar ist eine Übergewichtung von defensiven Segmenten für risikoaverse Investoren durchaus von strategischem Interesse, allerdings offenbart dies auch die deutlich geringeren Chancen für Investitionen in Wachstumssegmente wie Logistik. In den USA und in Asien dürfte aufgrund der höheren Liquidität im Investmentmarkt eine sektorale Diversifizierung möglicherweise schneller zu realisieren sein.

Fazit: Grenzüberschreitende Investitionen werden zunehmend global

In den kommenden Jahren werden Investoren neue Anlagemöglichkeiten im Ausland prüfen. Dabei muss es sich aber nicht zwingend um neue Länderallokationen (wie zum Beispiel in Osteuropa) handeln. In Europa dürfte der Fokus vor allem auf neuen Sektoren und Segmenten liegen: Wohnen oder andere wohnähnliche Strategien wie Investitionen in Hotels, studentisches Wohnen oder Pflegeheime dürften nicht nur in Deutschland umgesetzt werden, sondern dürften mehr und mehr einen internationalen Schwerpunkt erhalten.

Darüber hinaus könnten globale Immobilienstrategien in den Vordergrund rücken. Maßgeschneiderte Produkte von global agierenden Fonds-Managern, eröffnen selbst kleineren institutionellen Investoren die Möglichkeiten, von den Vorteilen einer globalen Diversifikation zu profitieren. Aufgrund der zu erwartenden abnehmenden Korrelation zwischen den Regionen dürften sich hierdurch langfristig steigende Renditepotenziale ergeben.

9. Literaturverzeichnis

Abascal, M., Alonso, T. und Pachero, L. (2015). First step towards a Capital Markets Union, BBVA research.

Adam, K., Japelli, T., Menichini, A., Padula, M. und Pagano, M. (2002). Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union, Indicators based on households decisions, CSEF, Abteilung für Ökonomie und Statistik, Universität Salerno, Italien.

ALFI (2017). Net assets under management in Luxembourg funds, <http://www.alfi.lu/statistics-figures/luxembourg> (abgerufen am 03.04.2017).

Allen, C., Gasiorek, M. und Smith, A. (1998). The competition effects of the Single Market in Europe, *Economic Policy*, Spezialausgabe, Oktober.

Allen, F. und Gale, D. (2000). Comparing Financial Systems, Cambridge, MA: MIT Press.

Allen, F. und Song, W.-L. (2005). Financial Integration and EMU, *European Financial Management*, Bd. 11, Nr. 1, S. 7-24.

Ayuso, J. und Blanco, R. (1999). Has Financial Market Integration Increased during the Nineties?, Banco de España, Servicio de Estudios, Documento de Trabajo Nr. 9923, Dezember.

Baltzer, M., Cappiello, L., De Santis, R. A. und Manganelli, S. (2008). Measuring financial integration in new EU member states, ECB Occasional Paper Series, Nr. 81, März.

Beyerle, T. (2007). Research als Basis des internationalen Investmentprozesses, in: Mayrzedt, H., Geiger, N., Klett, E., Beyerle, T. (Hrsg.): *Internationales Immobilien Management*, S. 101-117, München.

Beyerle, T. (2015). Von Small Data zu Big Data – Predictive Analytics in der Immobilienwirtschaft, in: *gif im FOKUS Heft 1*, S. 8-11.

Campa, J.M., Moschieri, C. (2008). The European M&A Industry: Trends, Patterns and Shortcomings, IESE-University of Navarra.

Catella Research (2016a). Der Beta-Risikofaktor als Investoreninstrument zur Renditeabsicherung, in: *Market Tracker 4/2016*, www.catella.com.

Catella Research (2016b). Risikoanalyse europäischer Gewerbeimmobilieninvestments – vom Eintritt höchst unwahrscheinlicher Ereignisse, in: *Market Tracker 11/2016*, www.catella.com.
CERGE-EI online library.

Corvoisier, S. und Gropp, R. (2001). Bank concentration and retail interest rates, European Central Bank, Working Paper Nr. 72.

Deutsche Asset Management (2016a). European Core Strategies.

Deutsche Asset Management (2016b). European Strategic Outlook, Juli 2016.

Deutsche Asset Management (2016c). Real Estate – Impact of US Elections, Dezember 2016.

Deutsche Asset Management (2016d). UK Referendum und die möglichen Folgen für die europäischen Immobilienmärkte, Juli 2016.

Deutsche Asset Management (2017a). CIO View, Januar 2017.

Deutsche Asset Management (2017b). European Strategic Outlook, Februar 2017.

Deutsche Bundesbank (2017a). Zahlungsbilanzstatistik August 2016, Frankfurt.

Deutsche Bundesbank (2017b). Kapitalmarktstatistik August 2016. Frankfurt.

ECB (2014). Financial Integration in Europe.

Europäische Zentralbank: <https://www.ecb.europa.eu/stats/keyind/html/index.en.html>.

European Public Real Estate Association (2017a). Loan-to-Value (=EPRA LTV Monitor), Brussels April 2017.

European Public Real Estate Association (2017b): Monthly Statistical Bulletin, Brussels January 2017.

Eurostat-Datenbank. <http://ec.europa.eu/eurostat/de/data/database>.

Eurostat (2016). Auslandsvermögensstatus - Vierteljährliche und jährliche Daten (BPM6), Luxemburg.

Eurostat (2017). Finanzierungssaldo (Leistungs- und Kapitalbilanz) - jährliche Daten, Luxemburg.
Federal Reserve Bank von St. Louis, Wirtschaftsdaten: <https://fred.stlouisfed.org>.

Global Real Estate Transparency Index (2016). Taking Real Estate Transparency to the Next Level, Jones Lang LaSalle.

Green, D. und Wiegmann, T. (2015). Global markets, local knowledge: the evolving nature of real estate investment, in Immobilien und Finanzierung 22/2015.

Gros, D. und Lannoo, K. (1998). Capital Markets and EMU, CEPS Working Party Report.

Impact of Political Economy Events. Journal of Common Market Studies, Bd. 48, Nr. 3, S. 641-660.
Integration, Frankfurt, 28 April,
www.ecb.europa.eu/events/conferences/shared/pdf/finintrep_pres.pdf.

Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances. <https://imaa-institute.org/>.

IWF. <http://www.imf.org/external/index.htm>.

Jones Lang LaSalle (2016a). Global Market Perspective Q4 2016.

Jones Lang LaSalle (2016b). Investmentmarktüberblick Q4 2016.

Jones Lang LaSalle (2017). Investmentmarktüberblick Q1 2017.

Jones Lang LaSalle (2004, 2006, 2016). Global Real Estate Transparency Index.

Kommission der Europäischen Gemeinschaften (2001). Ein Binnenmarkt ohne steuerliche Hindernisse. Strategie zur Schaffung einer konsolidierten Körperschaftssteuer-Bemessungsgrundlage für die grenzüberschreitende Unternehmenstätigkeit in der EU.

Kreditanstalt für Wiederaufbau (2006). Unternehmenskreditzinsen und Ertragslage der Banken im Europäischen Vergleich, Mittelstands- und Strukturpolitik Nr. 38.

Krishnamurthy, A., Nagel, S. und Vissing-Jorgensen, A. (2015). ECB Policies Involving Government Bond Purchases: Impact and channels. Working Paper.

Lamo, K. (2015). Which Union for Europe's Capital Markets?

Mariniello, M., Sapir, A., Terzi, A. (2015). The Long Road Towards The European Single Market, Bruegel working paper, Universite libre de Bruxelles.

Mondello, E. Portfoliomanagement: Theorie und Anwendungsbeispiele.

OECD-Datenbank: <https://data.oecd.org/fdi/fdi-flows.htm>.

O.V. (2017). Transaktionsvolumen bei europäischen Immobilien steigt weiter, <https://www.absolut-research.de/news/detail/n/transaktionsvolumen-bei-europaeischen-immobilien-steigt-weiter> (abgerufen am 03.04.2017).

Piazolo, D. und Vollrath, J. (2017). Ongoing Catch-Up Potential for German Real Estate Returns. In: Just, T. und Maennig, W. (Hrsg.), Understanding German Real Estate, 2. Auflage, Springer Verlag, 439-449.

Polner, G. und Ryan, J. (2015). Capital Markets Union: A work in Progress, Quick and high impact measures for the Capital Markets Union, Egmont Royal Institute for International Relations.

Property Market Analysis (2016). European Survey of Investor Preference, October 2016.

Scope (2015). Kapitalmarkt statt Bank – Europäische Immobilienunternehmen setzen auf Alternativen zum Bankkredit, Scope special report, <https://www.scooperatings.com/study/download?id=3db8e696-be42-4c32-aaf1-d46e2b51f24f&q=1>.

Sharpe, W. F. (1966). Mutual Fund Performance, in: The Journal of Business, Vol. 39, Nr. 1, part 2: Supplement on security prices, S. 119-138.

Statisches Bundesamt, (2017). Deutsche Exporte im Jahr 2016 um 1,2% gestiegen - Pressemitteilung vom 9. Februar 2017 – 045/17. Wiesbaden.

Union Investment (2016). Immobilien-Investitionsklima in Europa, Messung II/2016, Frankfurt am Main/Hamburg, Dezember 2016.

Valiante, D. (2016). Europe's Untapped Capital Market: Rethinking financial integration after the crisis, CEPS Paperback, London: Rowman & Littlefield International, IMF Working Paper, WP/07/64, März S. 31.

Veron, N. und Wolf, G. B. (2016). Capital Markets Union: A vision for the Long Term, Peterson Institute for International Economics, Bruegel.

Viral, V. und Stern, A. N. (2016). Capital Markets Union in Europe: Why other Unions must lead the way, NBER, CEPR, Sascha Steffen, Universität Mannheim und ZEW.

World Trade Organisation (2016). World Trade Statistical Review 2016, Genf.

Verwendete Datenquellen:

CBRE (Erix), Januar 2017.
INREV, November 2016.
Macrobond, Januar 2017.
MSCI/IPD, Dezember 2016.
NCREIF, Juli 2016.
OECD, November 2016.
Oxford Economics, Januar 2017.
PMA, Oktober 2016.
Real Capital Analytics, Januar 2017.
Trepp, CMBS Solutions, 2016.
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/news/2014/165.aspx>.
<http://www.bis.org/publ/cgfs52.pdf>.
<http://ec.europa.eu/eusurvey/publication/capital-markets-union-2015?language=en>.

